



קרן השקעות סחירה בתחום התשתיות והאנרגיה

generation

for generations to come

דוח הדירקטוריון על מצב ענייני הקרן

ליום 31 במרץ 2026

דוח הדירקטוריון על מצב ענייני הקרן ליום 31 במרץ 2026

דירקטוריון ג'נרیشن קפיטל בע"מ ("הקרן" או "החברה") מתכבד להגיש בזה את דוח הדירקטוריון על מצב ענייני הקרן לתקופה של שלושה חודשים שהסתיימו ביום 31 במרץ 2026 ("תקופת הדוח"), בהתאם להוראות תקנות 38א ו-48 לתקנות ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומידיים), התש"ל-1970 ("תקנות הדוחות").

דוח זה נערך מתוך הנחה כי בפני הקוראים מצוי הדוח התקופתי של הקרן לשנת 2025, אשר פורסם ביום 23 במרץ 2026 (אסמכתה: 2026-01-025529) ("הדוח התקופתי לשנת 2025"). למונחים שלהלן תהא המשמעות שניתנה להם בדוח התקופתי לשנת 2025, אלא אם צוין במפורש אחרת.



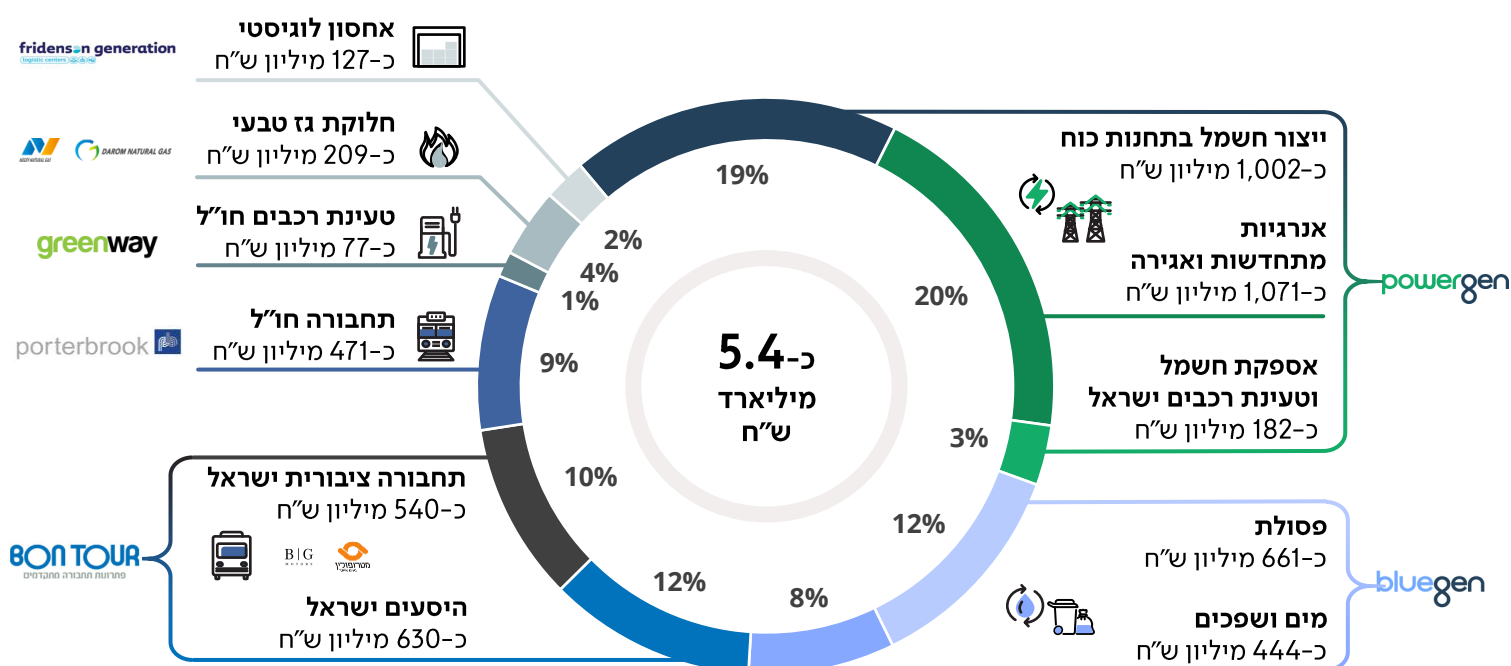


ג'נריישן קפיטל

ג'נריישן קפיטל בע"מ הינה הקרן הראשונה בישראל שמנגישה את היתרונות הייחודיים של עולם התשתיות והאנרגיה עבור השוק הסחיר. מטרת הקרן היא להוות פלטפורמת השקעות מניבה, בעלת קורלציה נמוכה לשוק ובעלת יכולת להשיא ערך עודף לבעלי מניותיה, לאור איכות הניהול הגבוהה, מאפייני תחום התשתיות והאנרגיה, מדיניות ההשקעות של הקרן, תמהיל הנכסים ומיקוד בהשבת נכסים בפעילויות השונות. הקרן פועלת בגישת השקעה פרו-אקטיבית, המעמידה את יצירת הערך והזימות העסקית כמוטיב מרכזי, ובהתאם שמה דגש על אקטיביות ניהולית, וגיבוש והובלת העקרונות האסטרטגיים בנכסי הפורטפוליו. זאת, על מנת לייצר השבחות ולמקסם את התשואות על ההשקעות, ובכך להביא ליצירת ערך למשקיעים שהינו מעבר להשקעה פיננסית גרידא.

השקעות הקרן נמצאות כיום בשלב משמעותי בפעילותן, עם פריסה נרחבת, אופקית ואנכית, והזדמנויות רבות להתרחבות. לאור פעולות התכנון והפיתוח שביצענו בשנים האחרונות, הן נהנות כיום מפוטנציאל צמיחה משמעותי ומהיקפי ייזום ופיתוח הנתמכים ביתרונות לגודל, סינרגיות בפעילות ויכולות התרחבות בשווקים בהן היא פועלת, זאת לצד תזרימים גבוהים ויציבים.

להלן שווי השקעות הקרן נכון ליום 31 במרץ 2026:





תמצית ביצועים פיננסיים של הקרן במהלך שלושת החודשים הראשונים של 2026

כ-22%

תשואה על ההשקעות
במונחים שנתיים²

כ-36%

תשואה על ההון לפני מס
במונחים שנתיים¹

כ-3.2 מיליארד ש"ח
הון עצמי

כ-5.4 מיליארד ש"ח
שווי הוגן ההשקעות

25 מיליון ש"ח
דיבידנד שהוכרז
בתקופת הדוח

כ-227 מיליון ש"ח
רווח לפני מס

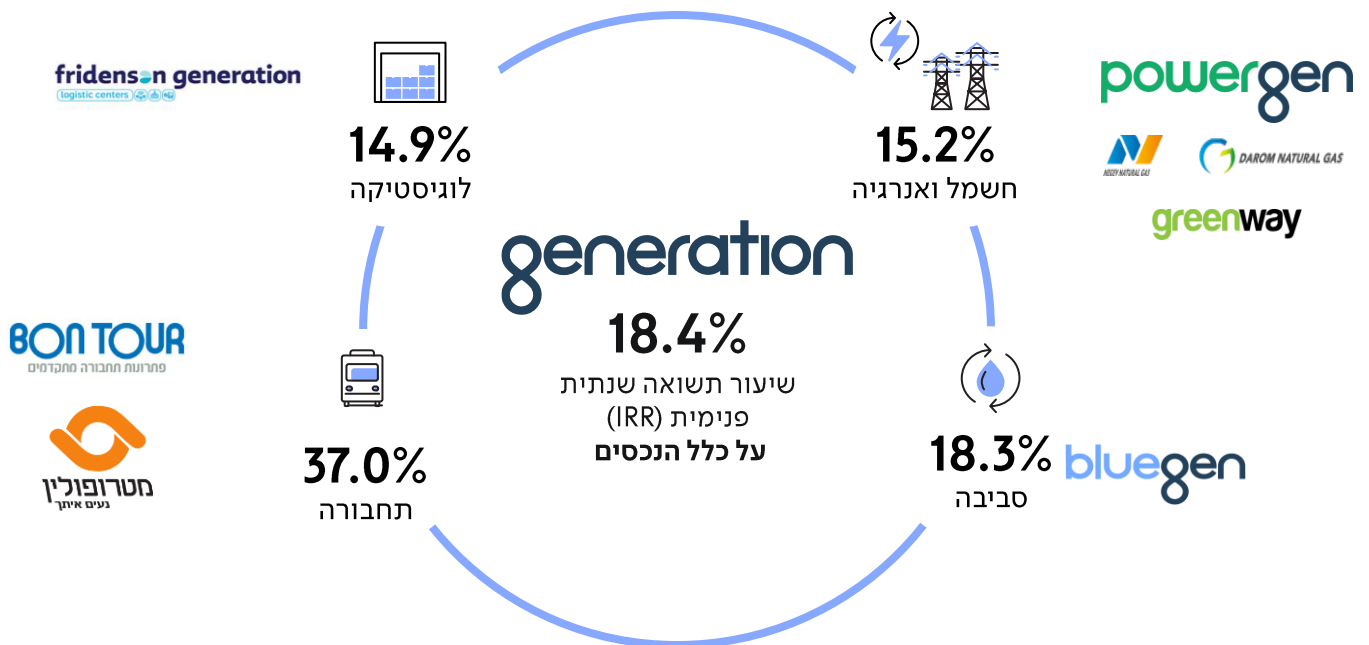
כ-44 מיליון ש"ח
הכנסות תזרימיות

כ-2.2 מיליון ש"ח
NAV למניה
(בנטרול מסים נדחים)

כ-55 אג' למניה
FFO ג'נרیشن⁴ למניה
(במונחים שנתיים)

כ-305 מיליון ש"ח
EBITDA Adjusted מצרפי³
ל-3 החודשים הראשונים של 2026

שיעור התשואה השנתית הפנימית (IRR) על ההשקעות ממועד הקמת הקרן²



- 1 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.
- 2 מחושב על בסיס השינוי בשווי ההשקעה (בתוספת הכנסות שהתקבלו) לתקופה המצטברת, במונחים שנתיים. היחס משקף את התשואה הפנימית השנתית על ההשקעות של הקרן.
- 3 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 הנהלה והמטה התזרימיות של הקרן, הפלטפורמות ונכסיהן.
- 4 איחוד יחסי של ה-FFO Adjusted של השקעות הקרן לתקופה של שלושה חודשים שהסתיימה ביום 31 במרץ 2026 ובניכוי: עלויות הנהלה ומטה תזרימיות, תשלומי ריבית ותשלומי מס של הקרן ובתוספת (או בניכוי) תזרימים מעסקאות הגנה על מט"ח.



נתונים עיקריים אודות השקעות הקרן

הכנסות מנכסי הפורטפוליו	שער קידום התשואה לבעלים (Ke)	מועד הערכת שווי חיצונית	מודל הערכת השווי	שווי החזקות הקרן			שווי השקעות הקרן		שיעור החזקה	תחום תשתית ("סקטור")	באמצעות
				שווי החזקות הקרן	התאמות שווי הוגן	השקעות נוספות	שווי השקעות הקרן	שלושה חודשים שהסתיימו ב-31 במרץ 2026 (אלפי ש"ח)			
18,141	~12.2%	30/06/25 30/09/25	DCF וקידום תשואה לבעלים, שווי מבוסס עסקה ⁵	1,104,998	(5,727)	-	1,110,725	80.01%	BlueGen	סביבה	
-	~11.6%	31/12/25	DCF וקידום תשואה לבעלים ⁶	2,255,153	54,322	160,439	2,040,392	100%	PowerGen	שמל ואנרגיה	
-	~23%	31/03/25	DCF וקידום תשואה לבעלים ⁷	76,883	3,325	-	73,558	13.2%	Greenway	חברות חלוקת הגז	
-	11.5%	31/12/24	DCF וקידום תשואה לבעלים ⁸	209,264	5,544	-	203,720	33.33%	בון תור	תחבורה	
15,758	~12.0%	31/03/26	DCF ⁹	1,169,553	164,910	-	1,004,643	75.7%	Porterbrook	לוגיסטיקה	
10,094	10.2%	31/03/26	שווי מבוסס עסקה ¹⁰	470,963	(10,113)	-	495,445	10%	פרידנזון-גנריישן מרכזים לוגיסטיים	סה"כ	
-	~11.9%	30/09/25	DCF וקידום תשואה לבעלים ¹¹	127,301	3,484	-	123,817	50%			
43,993	~11.9% - ממוצע משוקלל של התשואה לבעלים (Ke)			5,414,115	215,745	160,439	5,052,300				

- 5 ליום 31 במרץ 2026, שווי 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 בשיעור התשואה לבעלים ממועד הערכת שווי זה ועד ליום 31 במרץ 2026. שווי זרוע הפסולת הכוללת את נכסי חברת דקל תשתיות, ק.מ.מ ומתקן סמארט וויסט (ללא קבלני ההקמה) נאמד ליום 31 במרץ 2026, בהתאם להסכם מחייב שנחתם בתקופת הדוח בין BlueGen לבין לאומי פרטנרס, לרכישת 15% מהון זרוע הפסולת בתמורה להשקעה כוללת של כ-168 מיליון ש"ח על ידי לאומי פרטנרס.
- 6 ליום 31 במרץ 2026, שווי ההוגן של ההשקעה נאמד באמצעות הערכת שווי חיצונית שבוצעה ליום 31 בדצמבר 2025 במודל היוון תזרימי מזומנים צפויים (DCF) ועל ידי קידום בשיעור התשואה לבעלים ממועד הערכת השווי עד ליום 31 במרץ 2026.
- 7 ליום 31 במרץ 2026, שווי 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 במרץ 2026.
- 8 ליום 31 במרץ 2026, שווי ההוגן של ההשקעה נאמד באמצעות הערכת שווי חיצונית שבוצעה ליום 31 בדצמבר 2024, במודל היוון תזרימי מזומנים צפויים (DCF) ועל ידי קידום התשואה לבעלים ממועד הערכת השווי ועד ליום 31 במרץ 2026.
- 9 ליום 31 במרץ 2026, שווי ההוגן של ההשקעה נקבע באמצעות הערכת שווי חיצונית שבוצעה ליום 31 במרץ 2026 במודל היוון תזרימי מזומנים צפויים (DCF).
- 10 ליום 31 במרץ 2026, שווי ההוגן של ההשקעה נאמד על בסיס הסכם מחייב למכירת מלוא ההשקעה אשר נחתם בתקופת הדוח, בתוספת השווי ההוגן של עסקאות הגנה שביצעה החברה על הליש"ט נכון ליום 31 במרץ 2026 ובניכוי הכנסות שקיבלה עד ליום 31 במרץ 2026.
- 11 ליום 31 במרץ 2026, שווי ההוגן של ההשקעה נאמד באמצעות הערכת שווי חיצונית שבוצעה ליום 30 בספטמבר 2025 במודל היוון תזרימי מזומנים צפויים (DCF) ועל ידי קידום התשואה לבעלים עד ליום 31 במרץ 2026.

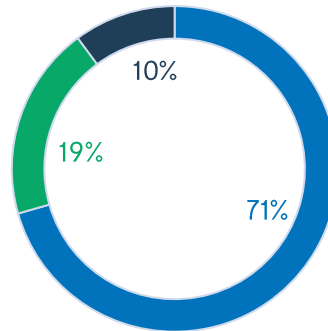


מאפייני הפורטפוליו

שליטה בפורטפוליו מגוון וצומח

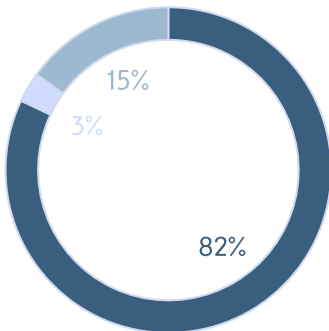
פוטנציאל מהותי לעליית ערך של נכסי הפיתוח, הייזום וההקמה

תמהיל הפורטפוליו



מניב פיתוח וייזום בהקמה ולקראת הקמה

שיעורי בעלות

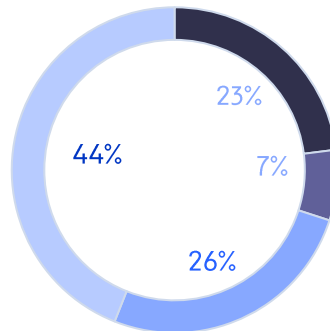


שליטה ללא שליטה שליטה משותפת

תזרים יציב

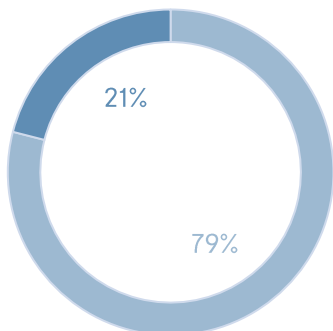
תזרים הכנסות מבוסס חוזים ארוכי טווח עם הגנות

תקופת ההתקשרויות פרופורמה^{12,13}



1-2 שנים 3-4 שנים 5-9 שנים 10+ שנים

מאפייני התקשרויות

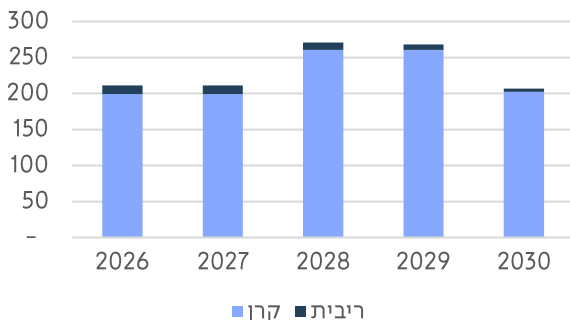


PPP, טווח ארוך והסדרות מדינה תלוי ביקוש

פרופיל פיננסי שמרני

מדיניות המינוף הסולידית של הקרן מובילה לפרופיל פיננסי איתן

לוח סילוקין אגרות חוב פרוס היטב ללא עומס פירעונות בשנים הקרובות



284 מ' ש"ח יתרות נזילות¹⁴

ilA+ דירוג אגרות החוב על ידי S&P מעלות

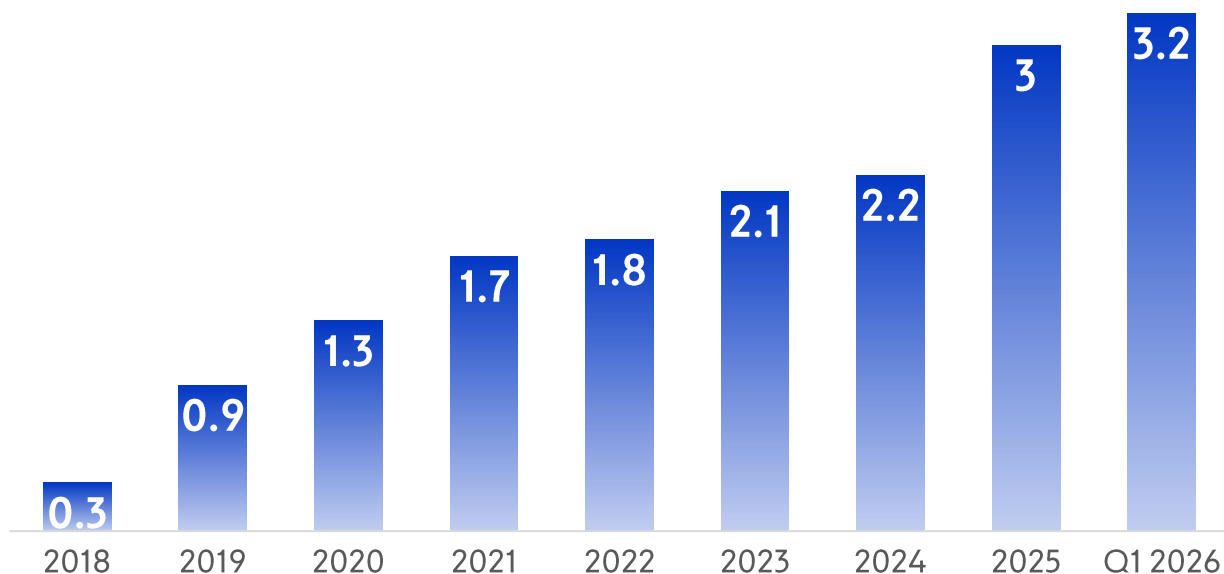
1.72 מיליארד ש"ח חוב פיננסי נטו

32% שיעור מינוף (חוב פיננסי נטו לסך נכסים)

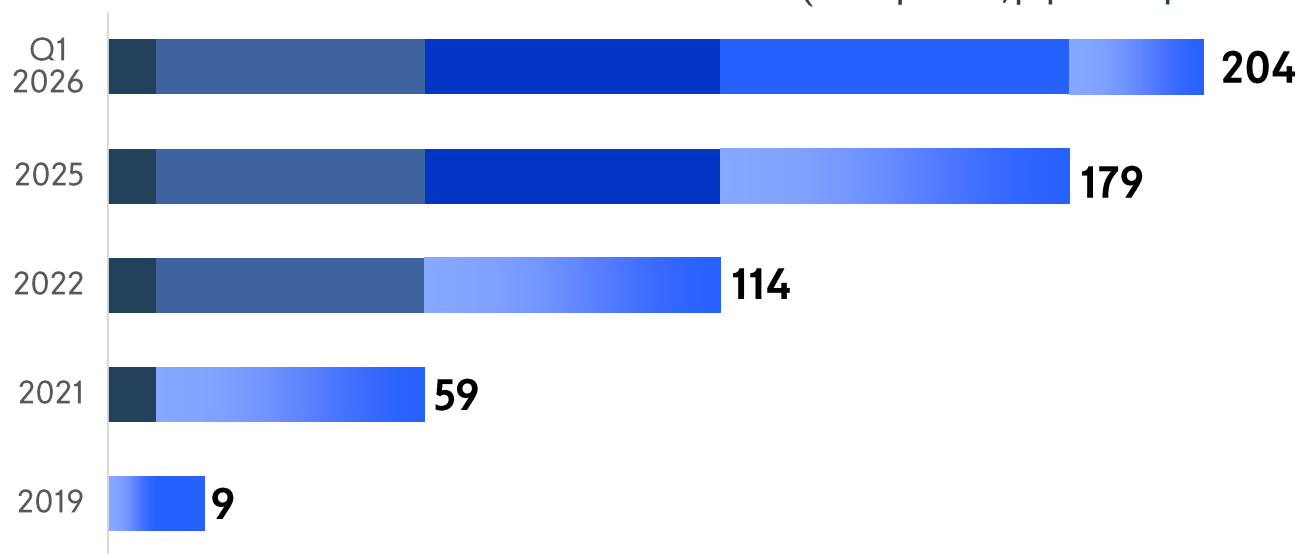
¹² בחינת תקופת ההתקשרויות החוזיות של נכסי הפורטפוליו בוצעה באמצעות פילוח חלקה של הקרן בהכנסות של נכסי הפורטפוליו לשנת 2025 לפי יתרת תקופת ההתקשרויות החוזיות שהניבו את ההכנסות האמורות על סמך מיפוי ההסכמים של נכסי הפורטפוליו מול הלקוחות, תוך שילוב הנחות שונות במקרים מסוימים, כדוגמת במקרים בהם קיימת אופציה 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. היות ומדובר בפרויקט מסוג 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 ידי 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. ¹³ הפרופורמה כוללת תוספת של חלקה של הקרן בהכנסות מפרויקטים שהקמתם טרם הושלמה, כגון: השלמת ההקמה של מתקן מיון ומחזור פסולת בשפד"ן (סמארט וויסט), 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 במשאבים ומתנים, עיכוב בקבלת היתרי בנייה ו/או אישורים שונים, מימון חסר או כתוצאה מהתממשות איזה מגורמי הסיכון המפורטים בסעיף 18 לפרק ב' בדוח התקופתי לשנת 2025. ¹⁴ היתרות הנזילות מוצגות נכון למועד פרסום הדוח וכוללות מזומנים, שווי מזומנים ויתרות מסגרות אשראי מחייבות ולא מנוצלות.



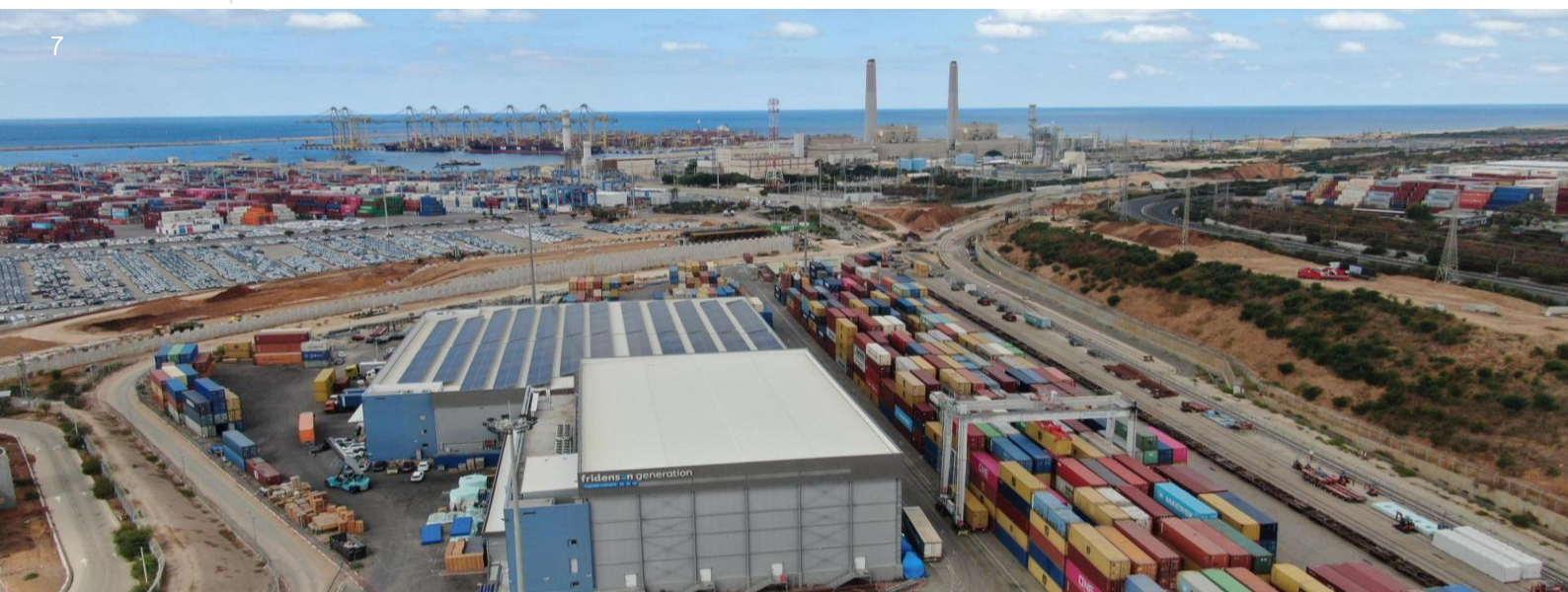
התפתחות ההון העצמי ממועד הקמת הקרן (מיליארד ש"ח)



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

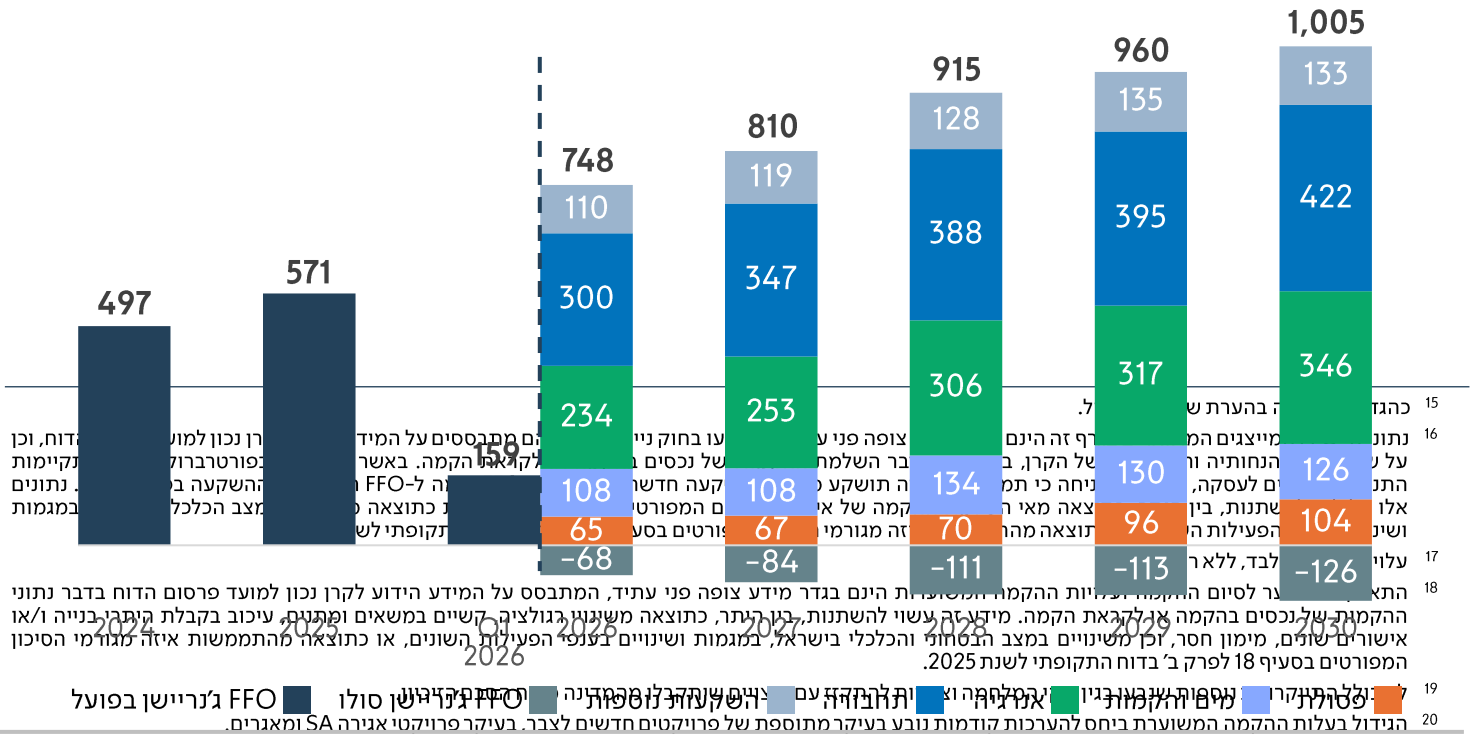


7





תחזית התפתחות FFO ג'נרیشن (מנכסים קיימים)^{15,16} (מיליוני ש"ח)



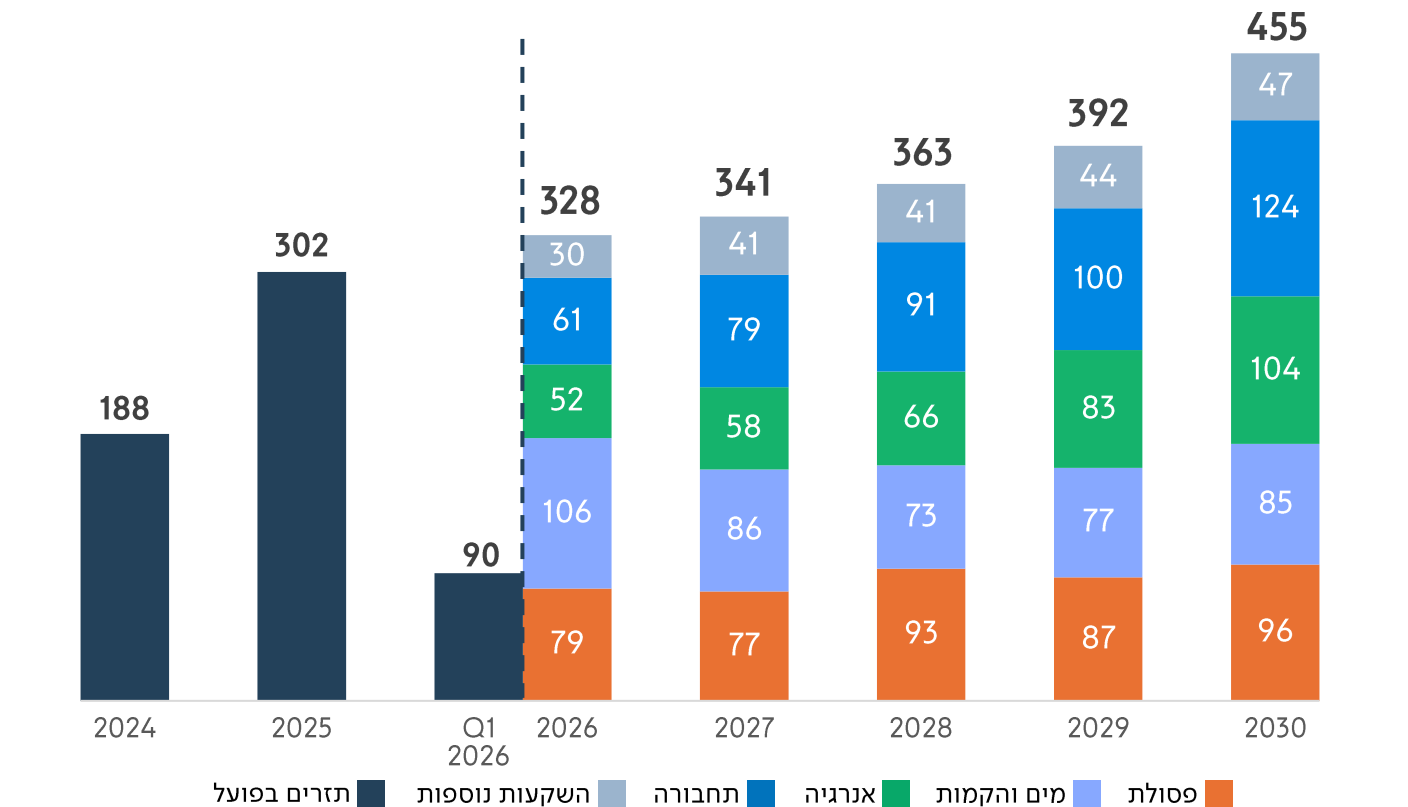
טבלת פרויקטים מהותיים בהקמה

פרויקטים בהקמה	עלות ההקמה משוערת ^{17,18} (CAPEX) (מ"ח)	סטאטוס ההקמה (%)	מועד משוער לסיום ההקמה ¹⁸	תקופת זיכיון/רישיון / אסדרה (שנים)
סמארט ווייסט (BlueGen דרך, 50%)	1,053 ¹⁹	81% (כ-91% הנדסי)	רבעון 1, 2027	25 שנים מתום ההקמה
דיה (BlueGen דרך, 50%)	335	39%	רבעון 3, 2027	25 שנים מתום ההקמה
אשדוד התפלה (BlueGen דרך, 50%)	890	100%	פעיל	19
אשדוד IPP (BlueGen דרך, 50%)		71% (כ-76% הנדסי)	רבעון 4, 2026	19
מתקני PV אגירה ואגירה SA (PowerGen 90%-100% משוקלל דרך)	883 ²⁰	8%	2026-2029	18-25
WTE נאות חובב (BlueGen Waste דרך 54.5%)	1,500	זכייה חדשה, לקראת ההקמה	2030	25 שנים מתום ההקמה
ריינדר (PowerGen דרך 27.5%)	5,294	לקראת סגירה פיננסית	2030	25 שנים מתום ההקמה
סה"כ	9,955			



תחזית לחלקה של הקרן בתזרים הפנוי לבעלים

(מנכסים קיימים)²¹ (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 המזומנים 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 נטו שעלה לקרן מההשקעות עמד על סך של כ-230 מיליון ש"ח. בשנת 2026 אנו צופים שיעלה לקרן סכום נטו של 250 מיליון ש"ח.²¹

לאור העלייה בהיקף התזרימים בשנתיים האחרונות, דירקטוריון הקרן אישר ברבעון הקודם הגדלה של חלוקת הדיבידנד הרבעונית לסך של 25 מיליון ש"ח (לעומת 20 מיליון ש"ח שחולקו ברבעון שקדם לו).

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 פרויקטאליים 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.

²¹ התחזית המתוארת בגרף זה בעניין 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 וכו'. באשר להשקעה בפורטפוליו, ולאור התקיימות התנאים המתלים לעסקה, התחזית מניחה כי תמורת המכירה תושקע מחדש בהשקעה חדשה אשר תייצר תזרים דומה לתזרים החזוי בגין ההשקעה בפורטפוליו. 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 חלופי הזמן. מובהר כי קיימת הסתברות גבוהה כי ההנחות, ההערכות והאומדנים העומדים בבסיס התחזית יתמששו באופן שונה מכפי שנחזה, וכן מובהר כי ההנחות, ההערכות והאומדנים שנכללו בתחזית 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.



נתונים כלכליים מרכזיים של השקעות הקרן²² לשלושת החודשים הראשונים של 2026

BlueGen זרוע הסביבה - תמצית תוצאות לשלושת חודשים ראשונים של 2026
זרוע הסביבה (באמצעות BlueGen – 80.01%)

BlueGen בכללותה



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

פעילות הקרן בתחום הסביבה נעשית באמצעות BlueGen (80.01%) אשר הינה אחת מחברות הסביבה המובילות בישראל. פעילות החברה כוללת זכינות והקמה של פרויקטי תשתית לאומיים ארוכי טווח (BOT ו-BOO) בתחומי המים והשפכים ובתחומי הפסולת, ייזום הקמה ותפעול של פרויקטים לטיפול במים ושפכים, פעילות לכל אורך שרשרת הערך בתחום הפסולת והמחזור, ופעילות בתחום הכימיקלים. בשלושת החודשים הראשונים של 2026 חל גידול בהכנסות BlueGen אך במקביל חלה ירידה קלה בשאר הנתונים לאור מספר אירועים חיצוניים ומבצע "שאגת הארז" שהשפיעו על התוצאות.

נתונים כלכליים מרכזיים (באלפי ש"ח)	1-3/2026	1-3/2025	2025
הכנסות ²³	422,945	401,009	1,760,764
EBITDA Adjusted ²³	78,046	88,205	413,938
FFO Adjusted ²³	57,875	66,384	335,000
חוב פיננסי, נטו (לתום תקופה) ^{24,23}	2,232,789		2,124,430

זכינות מים²⁵



(איחוד מלא של מתקן ההתפלה בפלמחים; איחוד יחסי 50% של פרויקט אשדוד)

פעילות זכינות המים כוללת 3 הסכמי זיכיון ארוכי טווח (PPP) בתשתית לאומית בתחום התפלת מי ים וטיהור מים - מתקן התפלה בפלמחים (BOO, מניב), מתקן התפלה אשדוד (BOT, מניב) ותחנת כוח סמוכה, ופרויקט טיפול במי תהום באזור תע"ש רמת השרון (BOT, בשלבי פיתוח לפני סגירה פיננסית). BlueGen פועלת בימים אלו מול רשות המים במטרה להגדיל את היקפי המים המותפלים במתקנים ולהאריך את הסכם הזיכיון בפלמחים.

ברבעון הראשון של השנה, חטיבת זכינות המים המשיכה ליהנות מביצועים טובים של מתקן ההתפלה בפלמחים, עם גידול של כ-14% בהכנסות ביחס לתקופה מקבילה אשתקד בעיקר לאור הגדלת כמויות. יחד עם זאת, אירועי מזג אוויר ועכירות המים בתחילת ינואר השפיעו על ביצועי שני המתקנים, בדגש על מתקן ההתפלה באשדוד שהושבת במשך שבועיים. נתון זה הוביל לירידה ב-EBITDA ו-FFO בהשוואה לתקופה מקבילה אשתקד.

נתונים כלכליים מרכזיים (באלפי ש"ח)	1-3/2026	1-3/2025	2025
הכנסות ²⁶	95,760	89,539	403,766
רווח תפעולי ²⁷	24,386	38,903	134,920
EBITDA Adjusted ²⁸	42,819	54,009	203,504
FFO Adjusted ²⁹	32,722	43,304	163,041
חוב פיננסי, נטו (לתום תקופה)	1,349,662		1,366,592

²² במסגרת כל השקעה מוצגים תחומי הפעילות העיקריים בלבד.

²³ ההכנסות, ה-EBITDA Adjusted וה-FFO Adjusted 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 כל תחומי הפעילות; (ג) ה-EBITDA Adjusted משקפת חיבור של ה-EBITDA/EBITDA Adjusted של כל תחומי הפעילות ובניכוי מלאו עלויות ההנהלה והמטה של הפלטפורמה ונכסיה; (ד) ה-FFO Adjusted משקף חיבור של ה-FFO Adjusted של כל תחומי הפעילות ובניכוי מלאו עלויות ההנהלה והמטה, תשלומי הריבית ותשלומי המס של הפלטפורמה ונכסיה.

²⁴ הלוואות והתחייבויות מתאגידים בנקאיים וגופים פיננסיים בניכוי מזומנים ושווי מזומנים, לרבות מזומנים מוגבלים.

²⁵ חטיבת ההקמות (הקבלן המבצע של הפרויקטים הגדולים שבהקמה) מוצגת החל מהדוח לרבעון השני לשנת 2025 יחד עם חטיבת המים ושפכים. הנתונים הכספיים הופרדו בהתאם (לרבות מספרי השוואה).

²⁶ הכנסות לפי כללי חשבונאות מקובלים (IFRS) בתוספת תקבולים מנכס פיננסי בגין הסדר זיכיון.

²⁷ הרווח התפעולי במתקן התפלה אשדוד מוצג תחת הנחת מדידה תיאורית לפי מודל רכוש קבוע (חלף חשבונאות לפי IFRIC 12) וזאת על מנת לאפשר הצגה אחידה של הרווח התפעולי במגזר הזכינות כך שתוצאותיו יוצגו לפי מודל רכוש קבוע, אשר משקף בצורה נאותה יותר את הביצועים הכלכליים של המתקנים.

²⁸ רווח תפעולי (ראו הערת שוליים 27) בתוספת פחת והפחתות בתוספת הוצאות חד פעמיות (כדוגמת מכרזים) ובתוספת 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 ברבעון הראשון על כ-41,936 אלפי ש"ח.

²⁹ EBITDA/EBITDA Adjusted 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.



BlueGen זרוע הסביבה - תמצית תוצאות לשלושת החודשים הראשונים של 2026

זרוע הסביבה (באמצעות BlueGen – 80.01%)

פסולת



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

פעילות הפסולת של BlueGen נעשית דרך זרוע הפסולת הייעודית BlueGen Waste Management המוחזקת ב-70% על ידי BlueGen. במהלך חודש מאי הושלם תהליך המיזוג והחברה נמצאת בעיצומו של תהליך ה-PMI (Post Merger Integration). זרוע הפסולת מטפלת במגוון רחב של סוגי פסולת (מעורבת, נייר, קרטון, פלסטיק, בקבוקים, טקסטיל וצמיגים), ופועלת לאורך כל שרשרת הערך (איסוף, מיון, מחזור והשבה). החברה מחזיקה בנכסים ומתקנים רבים בתחום הטיפול בפסולת בשלבים שונים של פעילות והקמה, ביניהם מתקן גרין נט, מתקן סמארט וייסט, מתקן דיה, מתקן WTE נאות חובב, מתקן מיון פסולת בייתית בחירייה, מתקן מיון אריזות בחירייה, פעילות איסוף ומחזור של בקבוקי שתייה, מפעל מחזור פסולת צמיגים ועוד.

בתקופת הדוח, מתקן גרין נט בירושלים המשיך לעבוד בהיקפי פעילות גבוהים והציג ביצועים חזקים בהשוואה לתקופה מקבילה. התוצאות נבעו בעיקר מגידול בדמי הכניסה, עלייה בכמות הפסולת הנכנסת וגידול בפעילות הובלת האשפה. יחד עם זאת, תוצאות תחום הפסולת הושפעו לרעה מדחיית פעילות בתחום הטיפול בקרקעות ובבוצות (גריןסויל) וירידה בהכנסות ממכירת חומרי מחזור, בעיקר בחודש מרץ עם פרוץ סבב הלחימה. בק.מ.מ, הביצועים היו דומים לביצועים בתקופה המקבילה אשתקד, כאשר נרשם שיפור בתחנת המעבר ובמפעל ת.מ.צ כתוצאה מגידול בפעילות ושיפור מחירים, כשמנגד במגזר האיסוף והמכירה נדחו מספר פרויקטים להמשך השנה. סה"כ, ניתן לראות גידול בהכנסות עם ירידה קלה ב-EBITDA וב-FFO, בעיקר לאור דחיית פעילויות ופערי עיתוי אשר צפויים להיסגר בהמשך השנה. במהלך הרבעון, זכתה החברה במכרז אסטרטגי להקמת מתקן ה-WTE הראשון בישראל בנאות חובב, מתקן שיפחית משמעותית את שיעורי ההטמנה וייצר מהפסולת אנרגיה בהיקף של עד 50 מגה וואט.

לזרוע הפסולת צבר פרויקטים מהותי בהקמה. בשנה-שנתיים הקרובות, עם סיום ההקמות של מתקנים כגון סמארט וייסט, דיה, מתקן המיון בחירייה, מתקן מיון אריזות לתמיר ומתקני מיון נוספים, ההכנסות והרווח מפעילות הפסולת צפויים לגדול משמעותית.

נתונים כלכליים מרכזיים (באלפי ש"ח)	1-3/2025	1-3/2026	2025
הכנסות	171,733	182,154	695,765
רווח תפעולי	20,226	16,798	73,538
³⁰ EBITDA Adjusted	30,137	27,743	115,410
²⁹ FFO Adjusted	21,676	19,692	82,131
חוב פיננסי, נטו (לתום תקופה)		121,580	135,647



³⁰ רווח תפעולי בתוספת פחת והפחתות ובתוספת דמי ניהול לבעלי המניות (ככל שישנם). לחשיבות הנתון ראה הערת שוליים 28 לעיל. הרווח התפעולי בתוספת פחת והפחתות (ללא התאמות נוספות) עמד ברבעון הראשון על כ-26,868 אלפי ש"ח.



BlueGen זרוע הסביבה - תמצית תוצאות לשלושת החודשים הראשונים של 2026

זרוע הסביבה (באמצעות BlueGen – 80.01%)

חטיבת ה-EPC פרויקטים ותפעול²⁵



(איחוד מלא של פעילויות המים, איחוד יחסי 50% בקבלן המבצע (EPC) של הפרויקטים בהקמה)

BlueGen Water מהווה שחקנית מובילה בתחום המים והשפכים הפועלת בתכנון, הקמה, תפעול ובעלות במתקני טיפול במים וטיהור שפכים במגוון רחב של תחומים ופעילויות ולמגוון רחב של לקוחות. תחום ההקמות כולל בעיקר את פעילות ה-EPC של הפרויקטים הגדולים הנמצאים בהקמה, ביניהם סמארט-וייסט, דיה, סבחה, תחנת הכוח באשדוד ועוד.

בחודשיים הראשונים של הרבעון פעילויות ההקמות, פרויקטים ותפעול המשיכו להציג שיפורים בביצועים ביחס לתקופה המקבילה אשתקד בעיקר לאור הגדלת חוזים קיימים ודרך התייעלות תפעולית. פעילות התפעול הציגה עמידה בתקציב ברבעון הראשון, אך בפעילות ההקמות חלו עיכובים בחודש מרץ בגלל הלחמה, נתון שהעביר במעט על התוצאות החטיבה. בחודש פברואר 2026, זכתה החברה במכרז WTE נאות חובב, כאשר רכיב ה-EPC נכנס לצבר הפרויקטים החתום של החטיבה שעומד כיום על כ-1.7 מיליארד ש"ח.

נתונים כלכליים מרכזיים (באלפי ש"ח)	1-3/2026	1-3/2025	2025
הכנסות	118,617	116,349	560,125
רווח תפעולי	1,939	(584)	74,823
EBITDA Adjusted ³¹	7,405	5,775	99,288
FFO Adjusted ²⁹	6,662	4,540	94,961



כימיקלים (איחוד מלא)



חטיבת הכימיקלים עוסקת ביצור, ייבוא ושיווק של כימיקלים מיוחדים לתעשייה, עם התמחות בתעשיות הביטחוניות ותחום התעופה, בשווקים בעלי חסמי כניסה גבוהים. בתקופת הדוח המשיכה החטיבה לצמוח עם גידול בהיקף ההכנסות אך נצפתה ירידה ברווחיות בעיקר בשל השפעות המלחמה (עלויות מוצרים וחומרי גלם, עלייה במחירי הובלה ושינויים בשערי החליפין).

נתונים כלכליים מרכזיים (באלפי ש"ח)	1-3/2026	1-3/2025	2025
הכנסות	26,694	22,948	101,109
רווח תפעולי	2,691	2,656	10,898
EBITDA Adjusted ³²	3,776	4,010	16,188
FFO Adjusted ²⁹	3,726	3,972	15,880

³¹ רווח תפעולי בתוספת פחת והפחתות ובתוספת דמי ניהול לבעלי המניות (ככל שישנם). לחשיבות הנתון ראה הערת שוליים 28 לעיל. הרווח התפעולי בתוספת פחת והפחתות (ללא התאמות נוספות) עמד ברבעון הראשון על כ-4,557 אלפי ש"ח.

³² רווח תפעולי בתוספת פחת והפחתות ובנטרול הכנסות (הוצאות) חד פעמיות ואחרות (ככל שישנן). לחשיבות הנתון ראה הערת שוליים 28 לעיל. הרווח התפעולי בתוספת פחת והפחתות (ללא התאמות נוספות) עמד ברבעון הראשון על כ-3,669 אלפי ש"ח.



בון תור זרוע התחבורה בישראל - תמצית תוצאות לשלושת החודשים הראשונים של 2026 תחבורה בישראל (באמצעות בון תור – 75.7%)

בון תור בכללותה



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

פעילות הקרן בתחום התחבורה בישראל נעשית באמצעות בון תור (75.7%), שהינה מהחברות הגדולות בישראל בתחום התחבורה. לחברה פעילות ענפה בתחום ההיסעים תחת המותג בון תור, היא מפעילה ארבעה אשכולות תחבורה ציבורית על ידי חברת מטרופולין ועוסקת בייבוא כלי רכב דרך חברת ב.ג. מוטורס. קבוצת בון תור מעסיקה מעל ל-2,500 נהגים, מפעילה מעל ל-2,000 רכבים ומבצעת כ-100 מ' ק"מ נסיעה של תחבורה ציבורית. בחודשים הראשונים של הרבעון, הציגו שתי החברות ביצועים חזקים מבתקופה מקבילה אשתקד. אך תוצאות הרבעון הושפעו לשלילה בשל עצירת פעילות בחודש מרץ לאור מבצע "שאגת הארי".

2025	1-3/2025	1-3/2026	נתונים כלכליים מרכזיים (באלפי ש"ח)
2,257,719	525,159	484,520	הכנסות ²³
384,805	107,773	102,796	EBITDA Adjusted ²³
304,641	88,469	75,631	FFO Adjusted ²³
1,805,894		1,867,254	חוב פיננסי, נטו (לתום תקופה) ^{23,24}

היסעים

(איחוד מלא)



בון תור הינה חברת היסעים, ממובילות שוק ההיסעים בישראל המספקת פתרונות תחבורה ושירותי היסעים לחברות ולגופים גדולים (בעיקר גופים מוסדיים כגון גורמים ממשלתיים ותעשיות בטחוניות, רשויות מקומיות ומעסיקים שונים) באמצעות 9 סניפים בפריסה ארצית.

ההכנסות ברבעון הראשון של השנה ירדו ביחס לתקופה מקבילה אשתקד בעיקר בשל השפעת מבצע "שאגת הארי", בו הושבתו חלקים מפעילות החברה במהלך חודש מרץ. אף על פי כן, הצמיחה בהכנסות שנצפתה בחודשים ינואר-פברואר, אשר נבעה בעיקר מהרחבת חוזים עם לקוחות קיימים וחתימה על מספר חוזים חדשים, מיתנה את הירידה בפעילות ובהכנסות שנצפתה בחודש מרץ. במקביל, החברה הציגה עמידה ביעדי ה-EBITDA וה-FFO, בעיקר בזכות העלייה בהכנסות בשני החודשים הראשונים לצד צעדי התייעלות שנקטה החברה לצמצום השפעות המלחמה.

2025	1-3/2025	1-3/2026	נתונים כלכליים מרכזיים (באלפי ש"ח)
498,221	127,790	117,677	הכנסות
55,521	16,913	16,500	רווח תפעולי
88,628	23,764	23,075	EBITDA Adjusted ³³
71,982	17,842	16,737	FFO Adjusted ²⁹
170,903		246,976	חוב פיננסי, נטו (לתום תקופה)

³³ רווח תפעולי בתוספת פחת והפחתות לפי IFRS ובתוספת הוצאות תשלום מבוסס מניות שאינן תזרימיות. לחשיבות הנתון ראה הערת שוליים 28 לעיל. הרווח התפעולי בתוספת פחת והפחתות (ללא התאמות נוספות) עמד ברבעון הראשון על כ-22,612 אלפי ש"ח.



בון תור זרוע התחבורה בישראל - תמצית תוצאות לשלושת החודשים הראשונים של 2026

תחבורה בישראל (באמצעות בון תור – 75.7%)

תחבורה ציבורית (איחוד מלא)



מטרופולין היא חברת התחבורה הציבורית השנייה בגודלה בישראל במונחי קילומטרים של תח"צ. החברה מפעילה ארבעה אשכולות תחבורה ציבורית. בשנים האחרונות היא יותר מהכפילה את כמות האוטובוסים ומספר הנהגים ומשרתת מיליוני נוסעים בשנה באזורי המרכז והדרום.

הרבעון הראשון הושפע בעיקר ממצב הלחימה בחודש מרץ שהוביל לירידה בהיקף הפעילות הן בשל ירידה בהיקף הנסועה והן בכמות הנוסעים. מגמה זו קוזזה בחלקה על ידי פעילות חזקה יותר בחודשים הראשונים וכן משיפוי שצפוי להתקבל מהמדינה בגין נזקי המלחמה. התוצאות הכספיות לתקופה ממשיכות להציג מגמה של שיפור ברווחיות התפעולית, מגמה שהחלה בתחילת 2025 ונמשכת גם כיום.

במקביל, נרשמה מגמת שיפור במדדי האי-דיוק ואי-ביצוע ביחס לממוצע הרבעונים הקודמים, תוך שיפור במספר מדדים תפעוליים נוספים אשר משפיעים על הרווחיות. הנהלת החברה ממשיכה להתמקד ביעול התפעול ובעיקר בשיפור השירות לצורך הגדלת שביעות רצון הנוסעים ובהתאמה הרווחיות התפעולית.

בימים אלו, נמצאת מטרופולין בשלבים סופיים של דיונים עם משרד התחבורה בנוגע להסדרה הענפית, לאחר שמרבית התנאים המסחריים כבר הוסכמו בין הצדדים. מטרת ההסדרה מחד היא שיפור השירות, ומהצד השני טיפול בנזקים שנוצרו למפעילי התחבורה הציבורית לאור בעיות רוחביות כגון מחסור בנהגים, גודשי תנועה, ירידה משמעותית במהירות המסחרית, וירידה בגידול הנורמטיבי במספר הנוסעים והיקף התיקופים. להערכת הקרן, תהליך החתימה על ההסדרה יסתיים במהלך הרבעון השני לשנת 2026 והוא צפוי להוביל להמשך שיפור משמעותי בפעילות ובתוצאות.³⁴

נתונים כלכליים מרכזיים (באלפי ש"ח)	1-3/2026	1-3/2025	2025
הכנסות	365,676	388,799	1,739,118
רווח תפעולי	10,103	7,450	186,902
³⁵ EBITDA Adjusted	81,750	84,729	300,300
²⁹ FFO Adjusted	62,031	73,428	240,079
חוב פיננסי, נטו (לתום תקופה)	1,620,548		1,624,727



³⁴ מובהר, כי אין ודאות כי תאומץ הסדרה ענפית שתכלול מענה לבעיות האמורות או לחלקן, וכי ככל שתאומץ הסדרה ענפית, אין ודאות לגבי היקפה, מועד אימוצה והשפעתה על מטרופולין.

³⁵ רווח תפעולי בתוספת פחת והפחתות לפי IFRS ובתוספת תשלום מבוסס מניות שאינן תזרימיות ובנטרול רווחי/הפסדי הון. לחשיבות הנתון ראה הערת שוליים 28 לעיל. הרווח התפעולי בתוספת פחת והפחתות (ללא התאמות נוספות) עמד ברבעון הראשון על כ-80,616 אלפי ש"ח.



ייצור, אגירה ואספקת חשמל - תמצית תוצאות לשלושת החודשים הראשונים של 2026

ייצור, אגירה ואספקת חשמל (באמצעות PowerGen – 100%)

PowerGen בכללותה



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

פעילות הקרן בתחום הייצור, אגירה ואספקת חשמל בישראל נעשית באמצעות PowerGen (100%) המרכזת את כלל פעילות הקרן בתחום החשמל – ייצור חשמל, אגירת אנרגיה ואספקת חשמל ללקוח. במהלך הרבעון, תחנות הכוח של PowerGen פעלו בזמניות ממוצעת גבוהה של כ-92%, כשמרבית התחנות פעלו כמעט ב-100% ורק תקלה בתחנת הכוח שורק בחודש מרץ הורידה את הממוצע. פעילות אספקת החשמל ללקוח הביתי של PowerGen, אשר נעשית באמצעות שותפות עם בזק (בזק-ג') המשיכה להציג קצב הרכשת לקוחות גבוה מהתחזיות ותפסת נתח שוק משמעותי. במהלך הרבעון חלה התקדמות בתהליך של תחנת הכוח ריינדיר עם סגירת הסכם להבטחת מועדי אספקת הטורבינה, זאת כחלק מתוכנית החברה להגיע לסגירה פיננסית בהמשך השנה, וכן התקבלה הסמכה להקמת תחת H חדשה באזור תעשייה בית שמש.

2025	1-3/2025	1-3/2026	נתונים כלכליים מרכזיים (באלפי ש"ח)
1,746,862	366,612	406,843	הכנסות ²³
356,057	82,148	92,046	²³ EBITDA Adjusted
205,216	52,444	57,790	²³ FFO Adjusted
3,312,940		3,297,319	חוב פיננסי, נטו (לתום תקופה) ^{24,23}

התחנות הצפוניות והחופיות



(איחוד מלא)

תחנות צפוניות – רמת גבריאלי ואלון תבור (כל תחנה 74MW, קיבולת קיטור 40 טון שעה). תחנות חופיות – שורק (140MW) ואשקלון (87MW). בתקופת הדוח, התחנות המשיכו לפעול כסדרן ובזמניות גבוהה, מלבד תחנת שורק בה הייתה תקלה בחודש מרץ שהשביתה אותה במהלך החודש. אף על פי כן, השיפור שנצפה בפעילות התחנות האחרות התקזז עם השפעת התקלה, כך שבפועל ניתן לראות גידול בהכנסות, ברווח התפעולי, ב-EBITDA וב-FFO בהשוואה לתקופה מקבילה אשתקד. עיקר הגידול נובע מקבלת תעריף קונגרציה באלון תבור החל מחודש מרס 2025 וגידול במכירות חשמל ללקוחות הביתיים דרך בזק-ג'.

2025	1-3/2025	1-3/2026	נתונים כלכליים מרכזיים (באלפי ש"ח)
855,297	195,107	212,893	הכנסות ³⁶
85,338	13,128	26,119	רווח תפעולי
224,769	45,219	61,506	³⁷ EBITDA
171,568	31,982	50,222	²⁹ FFO
1,193,079		1,181,916	חוב פיננסי, נטו (לתום תקופה)

³⁶ בניכוי הכנסות בגין עלויות מערכתיות.

³⁷ רווח תפעולי בתוספת פחת והפחתות ובנטרול הכנסות (הוצאות) חד פעמיות ואחרות (ככל שישנן). לחשיבות הנתון ראה הערת שוליים 28 לעיל.



ייצור, אגירה ואספקת חשמל - תמצית תוצאות לשלושת החודשים הראשונים של 2026

ייצור, אגירה ואספקת חשמל (באמצעות PowerGen – 100%)

MRC אלון תבור
(איחוד יחסי 16.67%)



MRC אלון תבור – טורבינת גז (363 MW), טורבינות סולר (220 MW), פיקר חדש (230 MW), קרקע לייזום מחז"מ נוסף מסוג H. במהלך תקופת הדוח פעלה תחנת MRC אלון תבור בצורה יציבה כשההכנסות והרווחים היו גבוהים יותר מאשר בתקופה המקבילה אשתקד, בעיקר בשל כמות אנרגיה מיוצרת גבוהה יותר ותחילת הפעלה של תחנת הפיקר החדשה. במקביל, ממשיכה החברה בתהליכים לפיתוח מחז"מ נוסף מסוג H בשטח האופציה בצמידות לתחנה.

נתונים כלכליים מרכזיים (באלפי ש"ח)	1-3/2025	1-3/2026	2025
הכנסות	27,754	34,105	115,885
רווח תפעולי	5,210	8,849	28,169
³⁸ EBITDA Adjusted	11,587	14,287	47,242
²⁹ FFO Adjusted	9,439	11,563	33,914
חוב פיננסי, נטו (לתום תקופה)		283,088	302,178

אנרגיות מתחדשות
(איחוד מלא)



הפעילות כוללת נכסים מניבים בהספק כולל של כ-316 MW מותקן וכ-250 MWh קיבולת אגירה; נכסים בהקמה ולקראת הקמה בהספק כולל של כ-246 MW מותקן וכ-1,103 MWh קיבולת אגירה, ונכסים בשלבי ייזום ופיתוח שונים בהספק כולל של כ-1,190 MW וכ-4,702 MWh קיבולת אגירה.

בתקופת הדוח המשיך הגידול בתוצאות הפרויקטאליות בעיקר בהכנסות וב-EBITDA בהשוואה לתקופה המקבילה אשתקד, זאת לאור עלייה בהיקף מתקני הייצור לאחר סיום הקמות שהובילו לגידול בהיקף המגה-וואט המותקן. הירידה ב-FFO מקורה בתשלום חד פעמי של עמלות פירעון מוקדם במסגרת מחזור חוב שבוצע למתקני FIT, לצורך שיפור תנאי המימון והגדלת התזרים העתידי לבעלים.

נתונים כלכליים מרכזיים (באלפי ש"ח)	1-3/2025	1-3/2026	2025
הכנסות פרויקטאליות ³⁹	29,127	33,115	159,691
EBITDA פרויקטאלית ⁴⁰	19,217	19,688	111,873
FFO פרויקטאלי ⁴¹	15,226	13,534	85,048
חוב פיננסי, נטו (לתום תקופה)		989,837	971,678



³⁸ 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 28 לעיל. הרווח התפעולי בתוספת פחת והפחתות (ללא התאמות נוספות, באיחוד יחסי) עמד ברבעון הראשון על כ-14,712 אלפי ש"ח.

³⁹ הכנסות ממכירת חשמל בלבד.

⁴⁰ הכנסות ממכירת חשמל בקיזוז הוצאות שכירות, אחזקת מערכות, ייזום ושכר.

⁴¹ EBITDA פרויקטאלית בניכוי הוצאות מימון תזרימיות פרויקטאליות נטו.



ייצור, אגירה ואספקת חשמל - תמצית תוצאות לשלושת החודשים הראשונים של 2026

ייצור, אגירה ואספקת חשמל (באמצעות PowerGen – 100%)

אגירה שאובה PSP
(איחוד יחסי 25.5%)



תחנת כוח לייצור חשמל ואגירתו הפועלת בטכנולוגיית אגירה שאובה בהספק מותקן של 300 מגה וואט. בהתאם לתוכנית שנקבעה בשנה שעברה לתיקון המתקן, במהלך חודש פברואר הוא נכנס להשבתה לטובת העבודות. עם פתיחת מבצע "שאגת הארי" בסוף חודש פברואר, עזבו עובדי הקבלן הזרים את הארץ והעבודות נעצרו. לאור ההערכה כי לא מדובר בהשבתה קצרה, התקבלה החלטה להחזיר את יחידה 1 לפעילות והיא פועלת באופן שוטף גם כיום. מנהלי המתקן הגיעו להסכמות עם הקבלן לחידוש העבודות במהלך חודש מאי, ועל פי הערכת הקבלן מועד הסיום העדכני הינו ינואר 2027. בהתאם לכך, תוצאות הרבעון הראשון משקפות פעילות מלאה בחודש ינואר ולאחריה הפעלה חלקית במהלך שאר התקופה.

2025	1-3/2025	1-3/2026	נתונים כלכליים מרכזיים (באלפי ש"ח)
115,885	22,734	12,220	הכנסות
28,169	7,245	1,385	רווח תפעולי
47,242	13,006	6,804	⁴² EBITDA Adjusted
33,914	8,951	2,975	²⁹ FFO Adjusted
302,178		289,470	חוב פיננסי, נטו (לתום תקופה)

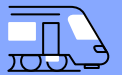


⁴² רווח תפעולי בתוספת פחת והפחתות ובנטרול הוצאות חד פעמיות בגין הפרשות. לחשיבות הנתון ראה הערת שוליים 28 לעיל. הרווח התפעולי בתוספת פחת והפחתות (ללא התאמות נוספות, באיחוד יחסי) עמד ברבעון הראשון על כ-4,968 אלפי ש"ח.



תחבורה רכבתית באנגליה - תמצית תוצאות לשלושת החודשים הראשונים של 2026 תחום התחבורה הרכבתית באנגליה (באמצעות פורטרברוק - 10%)

פורטרברוק



פעילות הקרן בתחום התחבורה הרכבתית בבריטניה נעשית באמצעות פורטרברוק שהינה אחת מ-3 חברות החכרת הרכבות (ROSCO) המובילות בבריטניה. לחברה 50 ציי קרונות הכוללים כ-4,100 רכבות המוכרות בשיעור ניצולת של מעל ל-97%, והיא מחזיקה בנתח שוק של כ-26%.

בחודש מרץ 2026, הודיעה הקרן כי היא חתמה על הסכם מחייב עם CBRE למכירת מלוא החזקותיה (10%, בעקיפין) בפורטרברוק, בתמורה לסך כולל של כ-115 מיליון ליש"ט, המשקף רווח תזרימי מצטבר מהנכס של כ-106 מיליון ש"ח. נכון למועד פרסום דוח זה, התקיימו התנאים המתלים להשלמת העסקה, והיא צפויה להיות מושלמת בחודש הקרוב.

במהלך תקופת הדוח המשיכה פורטרברוק להציג ביצועים תפעוליים חזקים ותוצאות הפעילות השוטפת אף עלו על התקציב. הנהלת החברה ממשיכה ליישם את האסטרטגיה העסקית בדגש על הארכת חיי צי הרכבות, מיקוד בפרויקטי ערך מוסף והשבחת פורטפוליו הנכסים. בהתאם לתוכנית העסקית, ניתן לראות שיפור בכל התוצאות בהשוואה לתקופה המקבילה אשתקד.

2025	1-3/2025*	1-3/2026*	נתונים כלכליים מרכזיים (במיליוני ליש"ט)
420.6	95.2	106.9	הכנסות
110.2	26.9	37.6	רווח תפעולי
277.2	68.7	81.2	⁴³ EBITDA
170.3	59.0	68.8	²⁹ FFO
1,398.5		1,781.2	חוב פיננסי, נטו (לתום תקופה)

*נתונים לא סקורים

⁴³ רווח תפעולי בתוספת פחת והפחתות. לחשיבות הנתון ראה הערת שוליים 28 לעיל.



לוגיסטיקה - תמצית תוצאות לשלושת החודשים הראשונים של 2026 תחום הלוגיסטיקה (באמצעות פרידנזון-ג'נריישן - 50%)

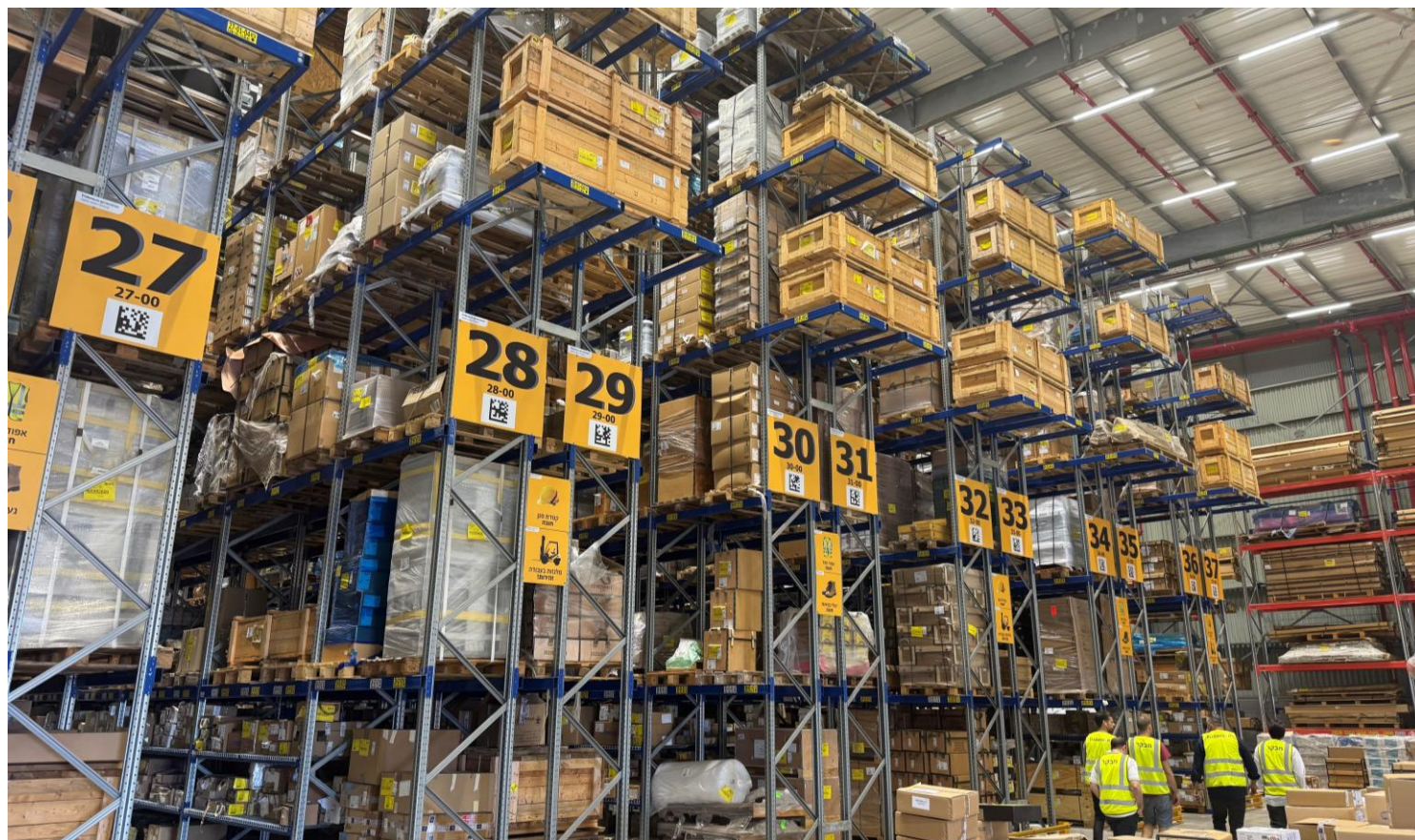
פרידנזון-ג'נריישן



פעילות הקרן בתחום האחסון הלוגיסטי נעשית באמצעות פרידנזון-ג'נריישן (50%) אשר מחזיקה בשבעה מתחמים לוגיסטיים, מתוכם חמישה פעילים ושניים בהקמה, הממוקמים בסמוך לנמלי הים באשדוד ובחיפה.

בהמשך למגמה החיובית של שנת 2025, גם ברבעון הראשון של 2026 נמשכה מגמה זו. במהלך הרבעון החברה הציגה צמיחה וגידול בפעילות מול מספר לקוחות עוגן קיימים וחדשים וחל גידול משמעותי בפעילות הטרימינל בעיקר מול לקוח ספציפי אשר הוביל את מגמת הצמיחה הגבוהה. בנוסף, חל גידול בפעילות הלווין לאור הגדלת פעילות החברה במחסני חוץ. בנוסף, לאחרונה החל לפעול המרלוג' החדש במתחם אדמירליטי חיפה ובימים אלו הוא נמצא בתהליך קט ramp מתקדם. במקביל, החברה נמצאת במו"מ מול גופים נוספים וניגשה למספר מכרזים אשר צפויים להמשיך להגדיל את פעילותה העסקית ולהוביל לגידול נוסף בהכנסות וברווחיות בשנים הבאות.

2025	1-3/2025	1-3/2026	נתונים כלכליים מרכזיים (באלפי ש"ח)
86,023	19,986	28,741	הכנסות
16,846	3,586	6,863	רווח תפעולי
38,085	8,667	12,237	EBITDA Adjusted ⁴⁴
29,681	7,060	9,209	FFO Adjusted ²⁹
128,871		141,575	חוב פיננסי, נטו (לתום תקופה)



⁴⁴ רווח תפעולי בתוספת פחת והפחתות ובנטרול הכנסות (הוצאות) חד פעמיות ואחרות (ככל שישנן). לחשיבות הנתון ראה הערת שוליים 28 לעיל. הרווח התפעולי בתוספת פחת והפחתות (ללא התאמות נוספות) עמד ברבעון הראשון על כ-12,605 אלפי ש"ח.



חלוקת גז טבעי והטענת רכבים חשמליים בחו"ל - תמצית תוצאות לשלושת החודשים הראשונים של 2026

חברות חלוקת הגז הטבעי
(33.33%)



פעילות הקרן בתחום חלוקת הגז נעשית באמצעות חברות חלוקת הגז (33.33%) המחזיקות ברישיונות בלעדיים להקמה והפעלה של רשת חלוקת הגז הטבעי בלחץ נמוך (Downstream) באזור הנגב והדרום, וכן בקבלן ההקמה (EPC).

הירידה בהכנסות בהשוואה לתקופה מקבילה אשתקד מקורה בירידה בהכנסות ה-EPC בשל ביצוע פרויקטים גדולים בתחילת שנת 2025, נתון אשר הוביל לעלייה בהיקף ההכנסות באותה תקופה. יחד עם זאת, מדובר בפעילות עם שולי רווח נמוכים, ולכן על אף הירידה בהכנסות, ברבעון הראשון ניתן לראות שיפור ברווח התפעולי וגידול ב-EBITDA וב-FFO. עיקר שיפור זה נובע מגידול בהכנסות מדמי חלוקה, לצד ירידה בתשלומי המיסים בהשוואה לתקופה מקבילה אשתקד. בנוסף, החברה צפויה להשלים בקרוב מימון מחדש לחוב, שיכלול שיפור של התנאים והתאמה של מבנה המימון למח"מ הזכינות, ויוביל לחיזוק הגמישות של החברה לצורך ביצוע השקעות עתידיות.

נתונים כלכליים מרכזיים (באלפי ש"ח)	1-3/2026	1-3/2025	2025
הכנסות	24,114	29,536	105,065
רווח תפעולי	6,388	6,094	24,813
⁴⁵ EBITDA	12,072	10,359	44,680
²⁹ FFO	10,031	8,270	37,715
חוב פיננסי, נטו (לתום תקופה)	118,154		117,125



GreenWay
(13.2%)



פעילות הקרן בתחום הטענת רכבים חשמליים בחו"ל נעשית באמצעות GreenWay (13.2%) העוסקת בפיתוח, הפעלה וניהול רשתות לטעינת רכבים חשמליים בפולין, סלובקיה וקראטיה. GreenWay הינה השחקן המוביל בתחום בפולין וסלובקיה, ולה שני מקורות הכנסה מרכזיים: מכירת חשמל ושיעורי טעינה, ומכירת עמדות טעינה ומתן שירות עבורן.

ברבעון הראשון של 2026 המשיכה GreenWay להציג מגמת צמיחה בפעילות, עם גידול של 11% בהכנסות ושל 37% במכירת חשמל בהשוואה לתקופה מקבילה אשתקד. הגידול כלל עלייה בכל הפרמטרים העיקריים בהם כמות האנרגיה שנמכרה, מספר הטעינות ובסיס הנהגים הפעילים, וזאת בהמשך להתרחבות הפריסה ולשיפור ניצול התשתיות הקיימות. החברה ממשיכה לבצע צעדים לשיפור היעילות התפעולית והתאמת מבנה העלויות במטרה להגיע לרווחיות תפעולית חיובית ב-2027. לאחרונה הבטיחה החברה מימון בסך 130 מיליון אירו מסינדיקט של בנקים לטובת הרחבת הפעילות ומענק מהאיחוד האירופי בסך 12.5 מיליון אירו.

נתונים כלכליים מרכזיים (באלפי אירו)	1-3/2026*	1-3/2025*	2025*
הכנסות	5,365	4,826	23,103
רווח תפעולי	(81)	(2,955)	(6,742)
⁴⁶ EBITDA Adjusted	(2,492)	(2,326)	1,753
²⁹ FFO Adjusted	(2,784)	(2,516)	475

*נתונים לא סקורים/מבוקרים

⁴⁵ רווח תפעולי בתוספת פחת והפחתות. לחשיבות הנתון ראה הערת שוליים 28 לעיל.

⁴⁶ רווח תפעולי בתוספת פחת והפחתות ובנטרול הכנסות (הוצאות) חד פעמיות ואחרות (ככל שישנן). לחשיבות הנתון ראה הערת שוליים 28 לעיל. הרווח התפעולי בתוספת פחת והפחתות (ללא התאמות נוספות) עמד ברבעון הראשון על כ-1,161 אלפי אירו.



1. שינויים וחידושים מהותיים בעסקי הקרן

להלן יובא פירוט השינויים והחידושים אשר אירעו בעסקי הקרן בכל עניין שיש לתארו בדוח התקופתי לשנת 2025. מובהר, כי ככלל, התיאור הנכלל בדוח רבעוני זה כולל רק מידע אשר הינו, לדעת הקרן, מידע מהותי. יחד עם זאת, בחלק מהמקרים ולשם שלמות התמונה, כללה הקרן תיאור מפורט מעבר לנדרש, הכולל גם מידע שלדעתה אינו מהותי בהכרח.

1.1. הסביבה העסקית – מלחמת שאגת הארי והמצב הגיאופוליטי

ביום 28 בפברואר 2026, פתחו מדינת ישראל וארצות הברית במתקפה משולבת על יעדים צבאיים באיראן, המכונה מבצע "שאגת הארי". הפעולה הצבאית התרחבה לזירה נוספת מול ארגון הטרור חיזבאללה בלבנון. בעקבות הלחימה הושבתו מוסדות לימוד בישראל, גויסו עשרות אלפי חיילי מילואים והוטלו מגבלות שונות על העורף. במהלך חודש אפריל 2026, הכריזה ארה"ב על הפסקת אש עם איראן, ובהתאם הוכרזה גם הפסקת אש בחזית הלבנונית, במטרה לאפשר פתיחה במשא ומתן להסכם רחב יותר. נכון למועד פרסום הדוח, ועל רקע המתיחות השוררת בין ארצות הברית ואיראן והאיומים ההדדיים בין המדינות, כמו גם על רקע הימשכות פעולות חיזבאללה בגבול הצפון נגד חיילי צה"ל ויישובי הצפון, אין ודאות ביחס להמשך הפסקת האש, אפשרויות התפתחותה ו/או התלקחות מחודשת בזירות השונות, לרבות איראן, לבנון ועזה.

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. בהתאם, מרבית נכסי הקרן הפעילים הפגינו במהלך המבצע יציבות בפעילותם, בכפוף להתאמות תפעוליות נדרשות. עם זאת, מאחר שמדובר באירוע שאינו בשליטת הקרן או נכסי הפורטפוליו, משתנים כגון יציבות הפסקת האש, הגעה להסכם או חידוש הלחימה, לרבות התרחבותה לגזרות נוספות, מגבלות תפעוליות, גיוסי מילואים והפרות אספקה במקטעים שונים של שרשרת הערך עשויים להשפיע על פעילות נכסי הפורטפוליו.

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 ובמתן פיצויים שונים, בהתאם להסכמים ולרגולציה הרלוונטית לכל פרויקט. מנגנונים אלה עשויים לחתן 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 ככל שיידרש.

הערכות הקרן כאמור לעיל, לרבות בדבר ההשלכות האפשריות של המצב בישראל על פעילותה העסקית של הקרן ועל נכסי הפורטפוליו, וביחס להקלות עתידיות בלוחות הזמנים להקמת הפרויקטים ו/או מתן פיצויים שונים לפרויקטים כאמור וכן בדבר הצפי לאי השפעה מהותית על פעילותן של השקעות הקרן במבט צופה פני עתיד כהגדרתו בחוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968 ("מידע צופה פני עתיד"), מהוות מידע צופה פני עתיד, אשר התממשותו אינה ודאית. מידע זה מבוסס, בין היתר, על הערכות ואומדנים של הקרן וחברות הפורטפוליו, בין היתר לאור אפשרות הישנות הלחימה בגזרותיה 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.

1.2. הון הקרן

ביום 7 בינואר 2026, אישר דירקטוריון הקרן הקצאה של 4,126,942 מניות רגילות של הקרן לנושאי משרה ועובדים, וכן 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 של הקרן עם ג'נריישן ניהול בע"מ ("**חברת הניהול**"), כמפורט במסגרת תקנה 21 בפרק ד' לדוח התקופתי לשנת 2025.

1.3. דיבידנדים

1.3.1. ביום 22 במרץ 2026 אישר דירקטוריון הקרן חלוקת דיבידנד בסך של 25 מיליון ש"ח, כחלק מכוונה עקרונית לחלק דיבידנד בסכום מצטבר של 100 מיליון ש"ח בשנה הקרובה (25 מיליון ש"ח בכל רבעון). לפרטים נוספים, ראו דיווחים מיידיים של הקרן מהימים 25 במרץ 2026 ו-16 באפריל 2026 (מס' אסמכתאות: 026808-01-2026 ו-035763-01-2026, בהתאמה).

1.3.2. לאחר מועד הדוח, ביום 25 במאי 2026 אישר דירקטוריון הקרן חלוקה של 25 מיליון ש"ח נוספים, בהתאם לאמור בסעיף 1.3.1 לעיל. לפרטים נוספים ראו דוח מיידי על חלוקת דיבידנד מיום 26 במאי 2025, המדווח בסמוך לאחר פרסום דוח זה.

1.4. מימון

1.4.1. למועד הדוח, פעילות הקרן ממומנת ממקורותיה העצמיים, מסגרות אשראי מתאגידים בנקאיים ומגופים מוסדיים, גיוס חוב בדרך של הנפקת אגרות חוב לציבור והלוואות מוכר. לפרטים אודות ההלוואות ומסגרות האשראי שהועמדו לקרן ותנאיהן, לרבות הארכת תוקפן, ראו ביאורים 9 ו-10 לדוחות הכספיים של הקרן ליום 31 בדצמבר 2025, הכלולים בדוח התקופתי לשנת 2025, וכן ביאור 4 ה' לדוחות הכספיים ליום 31 במרץ 2026.

נכון למועד הדוח, הקרן עומדת בכל אמות המידה הפיננסיות בהן התחייבה לעמוד בהתאם להסכמי ההלוואות ומסגרות האשראי שנטלה, כמפורט להלן:

ערכה נכון ליום 31 במרץ 2026	אמת מידה פיננסית
3,233.2 מיליון ש"ח	א. ההון העצמי המוחשי של החברה המיוחס לבעלי המניות, לא יפחת בכל עת מ-500 מיליון ש"ח
3,326.8 מיליון ש"ח	ב. שווי החברה לא יפחת מ-1 מיליארד ש"ח וימדד על פי ממוצע בין שווי השוק של החברה (ממוצע 30 ימי מסחר אחרונים) להון עצמי בספרים (לא כולל זכויות מיעות)
31.8%	ג. יחס LTVC לא יעלה על 45%
7.8%	ד. יחס LTVS לא יעלה על 67.5% (*)



(*) ככל שיחס ה-LTVS יעלה על השיעור שנקבע אך לא יעלה על 75%, אזי אי עמידה באמת המידה הפיננסית כאמור לא תחשב כהפרת הסכם העמדת מסגרת האשראי, בכפוף לכך שהקרבן תעמיד לבנק בטוחה או בטוחות נוספות או תפרע חלק יחסי של האשראי בתוך שני רבעונים קלנדריים.

1.4.2. לפרטים אודות יתרת המסגרות הבלתי מנוצלות של הקרבן נכון למועד הדוח, ראו ביאור 4 ה' לדוחות הכספיים ליום 31 במרץ 2026.

1.5. דירוג

ביום 7 בינואר 2026 אישרה S&P מעלות את דירוג זמן ארוך לקרבן שקבעה לה לראשונה ביום 30 בדצמבר 2020, שהינו ilA, עם תחזית יציבה. לפרטים ראו דוח מיידי מיום 7 בינואר 2026 (מס' אסמכתה: 2026-15-003058), הכלול בדוח זה על דרך ההפניה.

1.6. הליכים משפטיים

לפרטים בדבר בקשה לאישור תביעה כתביעה נגזרת לפי סעיף 198 לחוק החברות, שהוגשה כנגד הקרבן, חברת הניהול וכלל הדירקטורים בקרבן, למחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו ("הבקשה"), ראו סעיף 16.1 בפרק ב' לדוח התקופתי לשנת 2025 וכן בביאור 12 לדוחות הכספיים ליום 31 בדצמבר 2025. נכון למועד פרסום הדוח, להערכת הנהלת הקרבן על בסיס הערכת יועציה המשפטיים, ובשים לב לשלב המקדמי בו מצוי ההליך, סיכויי הבקשה לאישור להתקבל מוערכים בפחות מ-50%.

1.7. עדכונים ביחס לתחום הסביבה

1.7.1. השלמת הקמת זרוע הפסולת של הקרבן - BlueGen Waste Management Ltd

בהמשך לאמור בסעיף 3.1 לנספח א' בפרק ב' לדוח התקופתי של הקרבן לשנת 2025, לאחר מועד הדוח, ביום 3 במאי 2026, הושלמו עסקאות להקמת זרוע פסולת ייעודית תחת בלוג'ן בע"מ (המוחזקת נכון למועד הדוח ב-80.01% על ידי הקרבן, "BlueGen") (עסקה בין BlueGen וקבוצת אחים יעקובי (ואי.אס.בי) בע"מ ("YSB") להקמת חברה חדשה בתחום הטיפול בפסולת, BlueGen Waste Management Ltd ("BlueGen Waste")) ולהשקעה בה בהיקף כולל של כ-168 מיליון ש"ח (מתוכם כ-63 מיליון ש"ח "כסף פנימה") על ידי לאומי פרטנרס בע"מ ("לאומי פרטנרס"), הכל כמפורט בסעיף 3.1 לנספח א' לפרק ב' בדוח התקופתי של הקרבן לשנת 2025.

עם השלמת העסקאות האמורות, הוקמה BlueGen Waste, זרוע פסולת ייעודית, אינטגרטיבית ואחודה בשליטת הקרבן (70%),⁴⁷ אשר איגדה תחתיה את כלל נכסי הפסולת של הקרבן.⁴⁸ באותו מועד, נכנס לתוקפו הסכם בעלי מניות בין BlueGen, YSB ולאומי פרטנרס, אשר כולל הוראות מקובלות בעסקאות מסוג זה.

⁴⁷ כאשר כל אחת מבין לאומי פרטנרס ו-YSB מחזיקה ב-15% מהון מניותיה של BlueGen Waste.

⁴⁸ נכון למועד זה, למעט הזכויות במתקן WTE (ראו סעיף 1.7.2 להלן), אשר העברת הזכויות בו כפופה לקבלת אישורים בהתאם לתנאי המכרז.

1.7.2. זכייה במכרז BOT למימון, תכנון, הקמה, הפעלה ותחזוקה של מתקן להשבת אנרגיה מפסולת בנאות חובב (Waste to Energy)

ביום 5 בפברואר 2026, נבחרה הצעתה של חברה ייעודית ("הזכיין"), אשר בעלי מניותיה הם BlueGen Waste, BlueGen⁴⁹ ושפיר הנדסה אזרחית וימית בע"מ, המרכיבות יחד את ההחזקות בזכיון בשיעורים 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), לתקופת הפעלה של 24 שנים ו-11 חודשים, בסיומה יועבר המתקן לבעלות המדינה ("תקופת הזיכיון"). המתקן עתיד לטפל בלפחות 300 אלפי טון פסולת עירונית בשנה, ולהפיק אנרגיה בהספק של כ-50 מגה-ואט מותקן.

להערכת הקרן, עלות הקמת המתקן צפויה לעמוד על כ-1.5 מיליארד ש"ח. המתקן יהנה לאורך כל תקופת הזיכיון מהכנסות בגין דמי שער עבור הפסולת הנכנסת; הכנסות בגין מכירת תוצרי המחזור; ומהכנסות בגין תשלומי זמינות ובגין מכירת האנרגיה המיוצרת בו במודל שוק. בנוסף, בהתאם לתנאי המכרז, הזכיון יהיה זכאי לקבל מהמדינה מענק הקמה בסך של 110 מיליון ש"ח, בכפוף לעמידה באבני דרך, ולתשלום רבעוני קבוע בסך מצטבר של 12 מיליון ש"ח בשנה במשך כל תקופת הזיכיון. להערכת הקרן, סך ההכנסות מהמתקן לאורך תקופת הזיכיון צפוי לעמוד על כ-9 מיליארד ש"ח. בנוסף לאמור, המדינה העניקה לזכיון במסגרת המכרז הגנות שונות שעיקרן מנגנוני התאמות ריבית והגנות לסיכוני שוק (אנרגיה ופסולת).

לפרטים נוספים ראו דוח מיידי מיום 6 בפברואר 2026 (מס' אסמכתה: 2026-01-013108), הכלול בדוח זה על דרך ההפניה.

הערכות ותחזיות הקרן ביחס להיקף וגודל המתקן, האנרגיה שתיוצר, עלות ההקמה וסך ההכנסות מהוות מידע צופה פני עתיד, המבוסס על המידע המצוי בידי הקרן והזכיון נכון למועד דוח זה. הערכות אלה יכולות שלא להתממש (כולן או חלקן) או להתממש באופן שונה מהותית מהאמור לעיל, בין היתר, כתוצאה מסיבות שאינן תלויות בקרן או בזכיון ושאינן הקרן או הזכיון יכולים לצפותן במועד דוח זה, ובכלל זאת עקב, בין היתר, תלות בצדדים שלישיים, ובתוך כך, אי השלמה של סגירה פיננסית, שינויים והתפתחויות בסביבה הכללית של המתקן ובגורמים חיצוניים המשפיעים על פעילות הזכיון והקמת המתקן.

1.7.3. הארכת תוקף מזכר הבנות לשיתוף פעולה בקשר עם מתקן ההתפלה בפלמחים

בהמשך לאמור בסעיף 4.3.2.א. בנספח א' לפרק ב' בדוח התקופתי של הקרן לשנת 2025 אודות התקשרות BlueGen במזכר הבנות לא מחייב עם אי.אס. תשתיות בע"מ ("מזכר ההבנות") לשיתוף פעולה בקשר עם מתקן ההתפלה בפלמחים ("מתקן ההתפלה"),

⁴⁹ העברת הזכויות ב-WTE ל-BlueGen Waste כפופה לקבלת אישורים בהתאם לתנאי המכרז.



המוחזק (בעקיפין) ב-51% על ידי BlueGen,⁵⁰ ביום 30 במרץ 2026 הוסכם על ידי הצדדים להאריך את התקופה במזכר ההבנות לחתימה על הסכם מפורט עד ליום 30 ביוני 2026. יצוין, כי הצדדים מצויים במגעים מול המדינה בנוגע להתקשרות בהסכם זיכיון חדש להפעלת מתקן ההתפלה לאחר תום תקופת הזיכיון הקיימת בחודש אפריל 2029, ושדרוגו.

1.7.4. הסדר פיצוי בגין נזקי מלחמה למתקן סמארט וויסט

בהמשך לאמור בסעיף 6 בנספח א' לפרק ב' בדוח התקופתי של הקרן לשנת 2025, אודות השלכות המלחמה ועיכובים שחלו בשל כך בהקמת פרויקט סמארט וויסט (המוחזק ב-50% על ידי BlueGen Waste) מתקן בהקמה במתחם השפד"ן למיון ומחזור פסולת עירונית במסגרת הסכם BOT ("המתקן"), וכן בדבר משא ומתן מתקדם המתנהל מול המדינה בנוגע לפיצוי בגין נזקי המלחמה כאמור, ביום 6 במאי 2026 נחתם תיקון להסכם הזיכיון של המתקן להסדרת הפיצוי בגין הנזקים כאמור, לפיו המועד לסיום הקמת המתקן יוארך עד ליום 12 במרץ 2027, והמדינה תפצה את המתקן בסכומים הבאים: (א) תשלום חד פעמי בסך של 147 מיליון ש"ח, בתוספת מע"מ; (ב) תשלום בסך של 50 מיליון ש"ח מקדמות שונות על חשבון רשת הביטחון של המתקן; כאשר שני התשלומים הללו ישולמו למתקן עד 90 ימים ממועד החתימה על התיקון להסכם כאמור; וכן- (ג) תשלום בסך של 50 מיליון ש"ח נוספים שישולמו בהתאם לאבני דרך שנקבעו בתיקון להסכם הקשורים בהפעלת המתקן.

הקרן תבחן את השלכות התיקון להסכם במסגרת הערכת השווי שתבוצע ל-BlueGen במסגרת דוחותיה הכספיים של הקרן לרבעון השני לשנת 2026.

1.8. עדכונים ביחס לתחום ייצור, אגירה ואספקת חשמל

1.8.1. קבלת הסמכה מהממשלה לקידום תכנון תחנת כוח חדשה באזור בית שמש

לאחר מועד הדוח, ביום 5 באפריל 2026, התקבלה אצל הקרן החלטת הממשלה להסמיך את פאוורג'ן שמיר אנרגיה שותפות מוגבלת, המוחזקת ב-50% על ידי פאוורג'ן בע"מ (המוחזקת במלואה על ידי הקרן, "PowerGen"), להכין תוכנית לתשתית לאומית לתחנת כוח קונבנציונלית, מוסקת בגז טבעי, בהספק של עד 900 מגה-וואט באזור תעשייה ברוש, המצוי מערבית לעיר בית שמש, ולהגישה לוועדה הארצית לתכנון ולבנייה של תשתיות לאומיות (בסעיף זה, "הפרויקט").⁵¹

ההסמכה כאמור אושרה על ידי הממשלה בהמשך להחלטת ממשלה מס' 2282 בנושא "קידום הביטחון האנרגטי של משק החשמל הישראלי" ("ההחלטה"). הפרויקט ממוקם באזור 1ב, אזור בו על פי ההחלטה נדרשת הקמה של 3 תחנות כוח בהספק של לכל הפחות 640 מגה-וואט כל אחת. בנוסף, הפרויקט מקודם באזור תעשייה, מיקום אשר נמצא בעדיפות בהתאם להחלטה כאמור.

⁵⁰ באמצעות שותפות מוגבלת שהקימה BlueGen עם גופים מוסדיים מקבוצת מגדל.
⁵¹ זאת בהתאם להוראות סעיף 76ב(ג) לחוק התכנון והבנייה, התשכ"ה-1965 והחלטת ממשלה מס' 2282 בנושא "קידום הביטחון האנרגטי של משק החשמל הישראלי", מיום 31 באוקטובר 2024.

יובהר כי נכון למועד דוח זה אין כל ודאות כי ההליך התכנוני יושלם, וההסמכה מהממשלה כאמור אינה מהווה התחייבות כלשהי לקבלת רישיון, אישור, היתר או אסדרה לפי חוק משק החשמל, התשנ"ו-1996. השלמת ההליך התכנוני, הקמת תחנת הכוח וההספק המתוכנן של תחנת הכוח, הינו מידע צופה פני עתיד, ומהווה הערכה בלבד של PowerGen והקרן נכון למועד דוח זה בהתאם למידע, התחזיות והנתונים הקיימים בידיהן נכון למועד הדוח. המידע כאמור עשוי שלא להתממש או להתממש באופן שונה מהותית מהמתואר לעיל, וזאת, בין היתר, בשל תלות בגורמים שונים שאינם בשליטת PowerGen והקרן, לרבות אי קבלת ההיתרים והאישורים הדרושים להקמת הפרויקט והפעלתו מהגורמים הרלוונטיים, חסמים רגולטוריים שונים, סגירה פיננסית וכן שינויים במשק בכלל ובמשק החשמל בישראל בפרט.

1.8.2. התקשרות ריינדיר אנרגיה בע"מ בהסכם להבטחת מועדי אספקת ציוד עיקרי לתחנת הכוח

בהמשך למתואר בסעיף 4.1.3 בנספח ג' לפרק ב' בדוח התקופתי של הקרן לשנת 2025, אודות ייזום תחנת הכוח ריינדיר ("תחנת הכוח") המוחזקת על ידי PowerGen ב-27.51%,⁵² לאחר מועד הדוח, ביום 10 באפריל 2026 חתמה ריינדיר עם Siemens Energy Global GmbH & Co. KG על הסכם להבטחת מועדי אספקת ציוד עיקרי לתחנת הכוח (Reservation Slot) (Agreement).

1.8.3. התקשרות במזכר הבנות לרכישת שיכון ובינוי אנרגיה בע"מ

לאחר מועד הדוח, ביום 15 במאי 2026 חתמה הקרן עם שיכון ובינוי אנרגיה בע"מ ("שו"ב אנרגיה") ועם בעלת השליטה בה, שיכון ובינוי בע"מ ("שו"ב"), על מזכר הבנות שבעיקרו לא מחייב, בקשר לעסקה לרכישת שו"ב אנרגיה ("מזכר ההבנות" ו"העסקה", בהתאמה). בהתאם למזכר ההבנות, תרכוש הקרן (לבדה או יחד עם משקיעים נוספים), בעצמה או באמצעות תאגיד בשליטתה ("הרוכשת"), את מלוא הון מניותיה (100%) של שו"ב אנרגיה בדרך של מיזוג משולש הפכי, כאשר שו"ב אנרגיה תהיה החברה הקולטת ותהפוך, בעקבות השלמת העסקה, לחברה פרטית בבעלות מלאה של הקרן או של תאגיד בשליטתה ("החברה הממוזגת"), אך תיוותר תאגיד מדווח הואיל ואגרות החוב שלה רשומות למסחר בבורסה ומוחזקות בידי הציבור.

בתמורה למניות שו"ב אנרגיה תשלם הרוכשת סך במזומן של 4.05 מיליארד ש"ח, כפוף להתאמות מקובלות בהסכמים מסוג זה שתיושמה החל ממועד חתימת מזכר ההבנות, וכן סך של 150 מיליון ש"ח נוספים, המשקף תשלום בגין חלופי הזמן ממועד החתימה על מזכר ההבנות ועד למועד השלמת העסקה, וכן תמורה מותנית בסכום מצטבר מקסימלי של עד 300 מיליון ש"ח, בכפוף לעמידת שו"ב אנרגיה באבני דרך הקשורות בקידום פרויקטים מהותיים מסוימים וקיימים שלה, בתוך 60 חודשים ממועד השלמת העסקה.

השלמת העסקה תהיה כפופה להתקיימות תנאים מתלים מקובלים, לרבות קבלת אישור האסיפה הכללית של שו"ב אנרגיה, אישורי רגולטורים (לרבות רשות התחרות ורשות

⁵² באמצעות ריינדיר אנרגיה בע"מ ("ריינדיר"), המוחזקת במישרין ובעקיפין על ידי PowerGen.



החשמל), אישור מחזיקי אגרות החוב של שו"ב אנרגיה ואישור גורמים מממנים, ככל שיידרשו.

שו"ב אנרגיה ושו"ב התחייבו לתקופת בלעדיות עד תום תקופת בדיקה בת 30 ימים ממועד פתיחת חדר מידע לרוכשת, בה תערוך הרוכשת בדיקת נאותות ביחס לשו"ב אנרגיה ("תקופת הבדיקה"). במהלך תקופת הבדיקה, שו"ב אנרגיה ושו"ב התחייבו להפסיק באופן מיידי את כל הדיונים ו/או המשאים ומתנים הקיימים עם כל צד שלישי שנעשו לפני חתימת מזכר ההבנות, וכן לא לנהל משא ומתן עם גורם כלשהו, לא להתקשר בהסכם כלשהו ולא להגיע להבנות כלשהן עם גורם כלשהו אחר במהלך תקופת הבדיקה. בנוסף, התחייבו שו"ב אנרגיה ושו"ב כי ככל שתתקבל במהלך תקופת הבדיקה פנייה בלתי יזומה מצד שלישי לחברה או לשו"ב לעסקה מתחרה (כפי שהוגדרה במזכר ההבנות), הם לא יקדמו אותה.

בהתאם למזכר ההבנות, נקבעו מנגנונים מוסכמים ומחייבים למתן פיצוי כספי לשו"ב אנרגיה על ידי הקרן במקרה שלא ייחתם הסכם מפורט עד לתום תקופת הבדיקה, ולמתן פיצוי על ידי שו"ב אנרגיה או שו"ב במקרה בו מי מהן תשלים עסקה מתחרה (כהגדרתה במזכר ההבנות) בתוך פרק זמן מסוים מתום תקופת הבדיקה.

בכוונת הקרן לממן את העסקה במגוון מקורות מימון הכוללים בין היתר יתרות נזילות פנויות, תמורה צפויה בגין מימוש ההשקעה בפורטרברוק, גיוס הון וחוב בקרן וגיבוש קונסורציום של משקיעים נוספים לצורך ביצוע העסקה.

מזכר ההבנות מהווה מסמך עקרונות בלבד, שנועד לשמש בסיס למשא ומתן בין הצדדים, ואינו מחייב את הצדדים, למעט ביחס להוראות מסוימות. אין כל ודאות כי ייחתם הסכם מחייב בין הצדדים וככל שייחתם, אין ודאות כי תנאיו יהיו כמו במזכר ההבנות או כי העסקה תושלם. המידע המובא לעיל בקשר עם אפשרות התקשרות בהסכם מחייב והשלמת העסקה, לרבות תנאיה, הינו מידע צופה פני עתיד, המבוסס על הערכות הנהלת הקרן נכון למועד זה, ואשר אין ודאות כי יתממש, כולו או חלקו, והוא עשוי להתממש באופן שונה מהותית, בין היתר עקב אי-התקיימות התנאים המתלים, אי-חתימה על הסכם מחייב או התממשות גורמי סיכון נוספים.

לפרטים נוספים ראו דיווח מיידי מיום 18 במאי 2026 (מס' אסמכתה: 2026-01-045495), הכלול בדוח זה על דרך ההפניה.



1.8.4. השלמת עסקה לרכישת יבולי שמש אנרגיה מתחדשת בע"מ ("יבולי שמש")

לאחר מועד הדוח, ביום 25 במאי 2026, הושלמה עסקה לרכישת מלוא ההחזקות ביבולי שמש, כך שנכון למועד דוח זה מחזיקה PowerGen במלוא הונה המונפק והנפרע של יבולי שמש. לפרטים אודות יבולי שמש ואודות עסקת הרכישה, ראו סעיף 4.1.4 לנספח ג' לפרק ב' בדוח התקופתי לשנת 2025.

1.9. עדכונים ביחס לתחום התחבורה הרכבתית בבריטניה

ביום 18 במרץ 2026, התקשרה הקרן⁵³ עם ("CBRE") CBRE Investment Management, חברה גלובלית לניהול השקעות המתמקדת בתחומי הנדל"ן והתשתיות, בהסכם מחייב למכירת מלוא החזקותיה ב-Porterbrook Holding I Limited ("פורטרברוק"), בתמורה לסך כולל של כ-115 מיליון ליש"ט⁵⁴ ("התמורה"). נכון למועד פרסום דוח זה, התקיימו התנאים המתלים להשלמת העסקה והיא צפויה להיות מושלמת בחודש הקרוב. לפרטים נוספים ראו סעיף 11.1 בפרק ב' (תיאור עסקי הקרן) לדוח התקופתי לשנת 2025 וכן דוח מיידי של הקרן מיום 19 במרץ 2026 (מס' אסמכתה: 2026-01-024394), הנכלל בדוח זה על דרך ההפניה.

המידע המובא לעיל בדבר מועד השלמת העסקה הינו מידע צופה פני עתיד, המבוסס על הערכות הנהלת הקרן ונסיונה וכן על המידע הקיים ברשותה נכון למועד זה, ואשר אין ודאות כי יתממש, בין היתר עקב התממשות איזה מגורמי הסיכון המפורטים בסעיף 18 לפרק ב' בדוח התקופתי לשנת 2025.

⁵³ באמצעות תאגיד אנגלי בו מחזיקה הקרן ב-33.33%, המחזיק ב-30% מהון מניותיה של פורטרברוק.

⁵⁴ 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 ליש"ט וכן תמורה נוספת צפויה בסך של כ-1 מיליון ליש"ט, כתלות במועד השלמת העסקה.



1.10. המצב הכספי

הסברי הדירקטוריון	ליום 31 בדצמבר		ליום 31 במרץ		סעיף
	2025	2025	2026		
באלפי ש"ח					
השינויים בנכסים השוטפים נובעים משינויים ביתרת המזומנים של הקרן ובשווי נכס מוחזק למכירה. יתרה זו ירדה ביחס לתקופה מקבילה בעקבות סיווג ההשקעה בפורטרברוק כנכס מוחזק למכירה והעמדתה בהתאם לשווי העסקה.	533,922	548,271	489,822	נכסים שוטפים	
העלייה ביחס לתקופה מקבילה נובע מהשקעות ועליית ערך השקעות.	4,556,855	3,727,455	4,943,152	נכסים שאינם שוטפים	
	5,090,777	4,275,726	5,432,974	סה"כ נכסים	
העלייה נובעת מפירעונות (קרן ו/או ריבית) הצפויים בשנה השוטפת של אגרות החוב (סדרות ב', ג' ו-ד'), גידול בדיבידנד לשלם וסיווג תשלום תמורה מותנית בגין עסקת בון תור לזמן קצר.	228,809	181,516	246,130	התחייבויות שוטפות	
מקור השינויים הינו בניצול מסגרות אשראי, סיווג תשלום תמורה מותנית בגין עסקת בון תור לזמן קצר, המרת אג"ח להמרה סדרה ד' למניות וכן בהתחייבות מיסים נדחים התואם את השינוי בערך ההשקעות בקיזוז השפעת נכס מס נדחה בגין הפסדים להעברה.	1,896,675	1,879,334	1,953,679	התחייבויות שאינן שוטפות	
	2,125,484	2,060,850	2,199,809	סה"כ התחייבויות	
	1,426,486	1,147,498	1,540,677	הון מניות ופרמיה	
	38,479	29,278	38,973	קרן הון תשלום מבוסס למניות	



תקבולים על חשבון רכיב המרה של אגרות חוב	13,639	21,701	21,423	הקיטון נובע מהמרת אג"ח להמרה סדרה ד' למניות.
עודפים	1,639,876	1,016,399	1,478,905	הגידול בכל תקופה נובע מהרווח הנקי של הקרן בניכוי חלוקות דיבידנדים.
סה"כ הון	3,233,165	2,214,876	2,965,293	
סה"כ התחייבויות והון	5,432,974	4,275,726	5,090,777	



1.11. תוצאות הפעולות

סעיף	לתקופה של שלושה חודשים שהסתיימה ביום 31 במרץ		לתקופה של שנה שהסתיימה ביום 31 בדצמבר 2025	הסברי הדירקטוריון
	2025	2026		
	אלפי ש"ח			
הכנסות	259,738	66,203	823,900	השינויים בסעיף זה נובעים בעיקרם משינויים בשווי ההוגן של ההשקעות ומהיקף ההכנסות שהתקבלו מההשקעות.
הוצאות דמי ניהול	(6,881)	(6,582)	(27,074)	
הוצאות בגין מענק שנתי	(1,389)	- (*)	(2,911) (*)	
הוצאות בגין עסקאות	(434)	(634)	(1,692)	
הוצאות תפעוליות ואחרות	(11,469)	(2,732) (*)	(14,457) (*)	
הוצאות בגין תשומות מע"מ שלא נדרשו	(1,356)	(825)	(3,582)	
סה"כ הוצאות	(21,529)	(10,773)	(49,716)	
הוצאות מימון	(11,494)	(16,821)	(87,815)	הקיטון בהוצאות המימון ביחס לתקופה המקבילה נובע בעיקר מהפרשי הצמדה למדד.
רווח לפני מסים על הכנסה	226,715	38,609	686,369	
מיסים על ההכנסה	(40,744)	(8,036)	(143,290)	השינויים בסעיף זה הינם בהתאמה לשינויים בסעיף התחייבויות מיסים נדחים.
רווח כולל	185,971	30,573	543,079	

(*) התאמה לא מהותית של מספרי השוואה



1.12. נזילות

סעיף	לתקופה של שלושה חודשים שהסתיימה		
	ליום 31 בדצמבר 2025	ביום 31 במרץ	
		2025	2026
		אלפי ש"ח	
מזומנים יתרת פתיחה	50,297	50,297	32,722
מזומנים נטו שנבעו מפעילות שוטפת של הקרן	149,534	7,369	24,361
מזומנים נטו שנבעו מפעילות (ששימשו לפעילות) השקעה	(269,135)	1,068	(146,070)
מזומנים נטו שנבעו מפעילות מימון (ששימשו לפעילות) מימון	102,026	(18,279)	102,600
מזומנים יתרת סגירה	32,722	40,455	13,613



2. הוראות גילוי בקשר עם הדיווח הפיננסי של התאגיד

2.1. נזילות

יתרת הנזילות⁵⁵ של הקרן ליום 25 במאי 2026 מוערכת בכ-284 מיליון ש"ח.

2.2. אומדנים חשבונאיים קריטיים

נכון למועד זה, לחברה לא קיימים אומדנים חשבונאיים קריטיים, למעט אמידת השווי ההוגן של ההשקעות בחברות מוחזקות וייחוס נכסי מיסים נדחים בגין הפרשי זמנים. לפרטים, ראו ביאור 3 לדוחות הכספיים.

2.3. אפקטיביות הבקרה הפנימית על הדיווח הכספי ועל הגילוי (ISOX)

לדוח הרבעוני בדבר הערכת הדירקטוריון וההנהלה את אפקטיביות הבקרה הפנימית על הדיווח הכספי ועל הגילוי ראו פרק ג', בדוח זה להלן.

2.4. חשיפה לשינויים באינפלציה ועליית הריבית

הרבעון הראשון של שנת 2026 התאפיין במגמות מעורבות: מדד המחירים לצרכן ירד בחודשים ינואר עד מרץ 2026 בשיעור מצטבר של כ-0.1% ובנק ישראל קבע בחודש מרץ 2026 את תחזית האינפלציה השנתית ל-2.2%⁵⁶. במקביל, בימים 5 בינואר 2026 ו-25 במאי 2026, הודיע בנק ישראל, על הפחתה שניה ושלישית בשיעור הריבית, בשיעור של 0.25% כל אחת, לרמה של 3.75%. גם אם מגמת העלייה במדד תמשך, צפויה להיות לה השפעה מועטה על הקרן שכן ככלל, לתחומי התשתיות והאנרגיה קורלציה נמוכה יחסית למחזור המקרו כלכלי, וכן משום שפורטפוליו ההשקעות של הקרן מאופיין בפיזור רחב מאוד בין תחומי התשתיות והאנרגיה השונים. לפרטים נוספים ראו סעיף 9.3 לפרק ב' (תיאור עסקי התאגיד) בדוח התקופתי לשנת 2025.

נכון ליום 31 במרץ 2026, לקרן חוב פיננסי במח"מ ארוך⁵⁷ הצמוד למדד המחירים לצרכן בסך כולל של 1,253,395 אלפי ש"ח ע.נ. בהתאם, ככל ששיעור האינפלציה עולה בשיעור גבוה יותר כך עולות עלויות המימון של הקרן. מנגד, העלייה בשיעורי האינפלציה צפויה להגדיל את תזרימי המזומנים של ההשקעות ובהתאם את התקבולים מהשקעות הקרן, נוכח הצמדת מרבית מהכנסות ההשקעות למדד המחירים לצרכן (ולמדדים אחרים הרלוונטיים לתחומי הפעילות, שהינם בעלי קורלציה גבוהה למדד המחירים לצרכן).

כמו כן, רובו המוחלט של החוב הפיננסי ברמת הקרן הינו חוב בריבית קבועה, כך שהחשיפה לעלייה בשיעור הריבית ביחס לחוב הקיים נמוכה. הדבר נכון גם ביחס למרבית החוב הקיים בהשקעות הקרן, אשר בעיקרו הינו חוב פרויקטאלי בריבית קבועה או שהינו בעל הגנות מפני שינויים בשיעורי הריבית או שהינו חוב אחר בריבית קבועה.

⁵⁵ לרבות מסגרות אשראי שטרם נוצלו.

⁵⁶ התחזית המקרו-כלכלית של חטיבת המחקר של בנק ישראל, מרץ 2026.

⁵⁷ אגרות חוב (סדרה ב') ואגרות חוב (סדרה ג'), לפרטים ראו סעיף 0 להלן. מלבד אגרות החוב כאמור, לקרן אין עלויות נוספות הצמודות למדד המחירים לצרכן.



4. גילוי ייעודי למחזיקי אגרות החוב של הקרן

להלן יובא תיאור סדרת אגרות החוב של הקרן שבמחזור נכון ליום 31 במרץ 2026 ("אגרות החוב"). לתנאים המלאים של אגרות החוב ולפרטים נוספים בדבר התחייבויות הקרן, ראו בשטרי 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	פורסם ביום 20 בפברואר 2022	פורסם ביום 17 בדצמבר 2024
מס' אסמכתה: 2021-01-041815		מס' אסמכתה: 2022-01-020344	מס' אסמכתה: 2024-01-625088	
סדרה מהותית		כן		
מועד ההנפקה הראשונה		20 ביוני 2021	20 בפברואר 2022	18 בדצמבר 2024
מועדי הרחבת סדרה		הרחבת סדרה ראשונה: 21 ביולי 2022	הרחבת סדרה ראשונה: 21 ביולי 2022 הרחבת סדרה שניה: 26 ביולי 2023	-
במועד ההנפקה		הנפקה ראשונה: 441,609,000	הנפקה ראשונה: 513,956,000 הרחבת סדרה ראשונה: 353,803,000 הרחבת סדרה שניה: 180,000,000	220,000,000
ערך נקוב (בש"ח)	למועד הדוח	415,187,660	838,207,200	122,627,585
	יתרה משוערכת לפי תנאי הצמדה	482,475,853	959,840,042	122,627,585
סכום הריבית שנצברה וטרם שולמה למועד הדוח (באלפי ש"ח)		892,250	-	1,209,478



אגרות חוב (סדרה ב')	אגרות חוב (סדרה ג')	אגרות חוב (סדרה ד') להמרה
שווי פנקסני כפי שוכלל בדוחות הכספיים לרבות ריבית שנצברה (באלפי ש"ח)	480,384,738	897,440,621
שווי הוגן (שווי בורסאי) ליום 31.03.2025 (באלפי ש"ח)	459,031,477	885,565,907
סוג הריבית ושיעורה	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.
מועדי תשלום הקרן	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, באופן שכל אחד מבין התשלומים כאמור יהווה 50% מהערך הנקוב של אגרות החוב.



מועדי תשלום הריבית	אגרות חוב (סדרה ב')	אגרות חוב (סדרה ג')	אגרות חוב (סדרה ד') להמרה
	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 ישולם 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 תהיינה 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 ("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 תהיינה 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 ("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	כן, כמפורט בטבלה זו להלן ובסעיף 11 לתנאים הרשומים מעבר לדף לשטר הנאמנות.	



אגרות חוב (סדרה ב')		אגרות חוב (סדרה ג')	אגרות חוב (סדרה ד') להמרה
זכות לבצע פדיון מוקדם		החברה תהא רשאית להעמיד ביוזמתה את אגרות החוב לפדיון מוקדם בתנאים אין המפורטים בסעיף 13.2 לתנאים שמעבר לדף בשטר הנאמנות הרלוונטי.	
ערכות לתשלום התחייבות		אין	
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: S&P מעלות בע"מ	שם החברה המדרגת: S&P מעלות בע"מ	שם החברה המדרגת: S&P מעלות בע"מ
	הדירוג שנקבע למועד הנפקת הסדרה ולמועד הדוח: ilA+	הדירוג שנקבע למועד הנפקת הסדרה ולמועד הדוח: ilA+	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 דיווחים מיידיים של הקרן מימים 16 ביוני 2021 ו-19 ביולי 2022 (מס' אסמכתה: 2021-01-039397, ו-2022-01-091993, בהתאמה).	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, ו-2022-01-091993, ו-2023-01-083718, בהתאמה).	תאריך הדירוג: 20 בנובמבר 2024. לדוח דירוג אגרות החוב (סדרה ד'), ראו דיווח מיידי של הקרן מיום 20 בנובמבר 2024 (מס' אסמכתה: 2024-01-617385).
אמות מידה פיננסיות ושיעור העמידה בהן		ביום 7 בינואר 2026 אישררה S&P מעלות את דירוג אגרות החוב (סדרות ב', ג' ו-ד') של הקרן, שהינו ilA+. לפרטים ראו דיווח מיידי מיום 7 בינואר 2026 (מס' אסמכתה: 2026-15-003058), הכלול בדוח זה על דרך ההפניה.	
התניית הון עצמי		התניית הון עצמי	התניית הון עצמי
אמת מידה פיננסית לצורך עמידה בהתחייבויות לפי שטר הנאמנות: סך		אמת מידה פיננסית לצורך עמידה בהתחייבויות לפי שטר הנאמנות: סך	אמת מידה פיננסית לצורך עמידה בהתחייבויות לפי שטר הנאמנות: סך



אגרות חוב (סדרה ב')	אגרות חוב (סדרה ג')	אגרות חוב (סדרה ד') להמרה
ההון העצמי ⁵⁸ של הקרן לא יפחת מ-700 מיליון ש"ח.	ההון העצמי ⁵⁸ של הקרן לא יפחת מ-840 מיליון ש"ח.	ההון העצמי ⁵⁸ 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-775 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 פיננסית לצורך מנגנון התאמת שיעור הריבית: סך ההון העצמי של הקרן לא יפחת מ-1,350 מיליון ש"ח.
עמידה ליום 31.03.2026: ההון העצמי של הקרן עומד על כ-3,233.2 מיליון ש"ח.		
התניית יחס חוב לסך הנכסים	התניית יחס חוב לסך הנכסים	התניית יחס חוב לסך הנכסים
אמת מידה פיננסית לצורך עמידה בהתחייבויות לפי שטר הנאמנות: היחס בין החוב הפיננסי נטו ⁵⁹ לבין סך הנכסים ⁶⁰ לא יעלה על 45%.	אמת מידה פיננסית לצורך עמידה בהתחייבויות לפי שטר הנאמנות: היחס בין החוב הפיננסי נטו ⁵⁹ לבין סך הנכסים ⁶⁰ לא יעלה על 48%.	אמת מידה פיננסית לצורך עמידה בהתחייבויות לפי שטר הנאמנות: היחס בין החוב הפיננסי נטו ⁵⁹ לבין סך הנכסים ⁶⁰ לא יעלה על 55%.
אמת מידה פיננסית לצורך מנגנון התאמת שיעור הריבית: היחס בין החוב הפיננסי נטו ⁵⁹ לבין סך הנכסים ⁶⁰ עלה על 42%.	אמת מידה פיננסית לצורך מנגנון התאמת שיעור הריבית: היחס בין החוב הפיננסי נטו ⁵⁹ לבין סך הנכסים ⁶⁰ עלה על 46%.	אמת מידה פיננסית לצורך מנגנון התאמת שיעור הריבית: היחס בין החוב הפיננסי נטו ⁵⁹ לבין סך הנכסים ⁶⁰ עלה על 52.5%.
עמידה ליום 31.03.2026: יחס חוב לסך נכסים עומד על כ-31.8%.		

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

59 "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" כהלוואות מוכר בקשר עם רכישת הנכס ("הלוואת מוכר") ואגרות חוב (וביחס לסדרות ב'-ג', בצירוף חלויות שוטפות של אגרות החוב), וכן כל הלוואה שהיא מכל גורם מממן שהוא. למען הסר ספק, חובות פיננסיים של חברות מוחזקות של החברה לא יחשבו כחלק מהחוב הפיננסי של החברה וכן לא יובאו בחשבון מזומנים ושווי מזומנים המוחזקים על ידן.

60 "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
התניית NAV אמת מידה פיננסית לצורך עמידה בהתחייבויות לפי שטר הנאמנות: השווי ההוגן של נכסי החברה⁶¹, בניכוי התחייבויות החברה לפי ערך 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 החברה⁶¹ בניכוי התחייבויות הקרן כאמור לא יפחת מ-750 מיליון ש"ח.	התניית NAV אמת מידה פיננסית לצורך עמידה בהתחייבויות לפי שטר הנאמנות: השווי ההוגן של נכסי החברה⁶¹, בניכוי התחייבויות החברה לפי ערך 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 החברה⁶¹ 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 החברה⁶¹, בניכוי התחייבויות החברה לפי ערך 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 החברה⁶¹ בניכוי התחייבויות החברה כאמור לא יפחת מ-1,350 מיליון ש"ח.
עמידה ליום 31.03.2026: ה-NAV עומד על כ-3,233 מיליון ש"ח.		
עמידה בתנאי שטר הנאמנות והתקיימות תנאים המקימים עילה להעמדת הסדרה לפירעון מיידי	החברה עמדה בכל התנאים וההתחייבויות על פי שטר הנאמנות, ולא התקיימו תנאים המקימים עילה להעמדה לפירעון מיידי.	
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.	

⁶¹ לעניין חישוב השווי ההוגן של נכסי החברה – השקעות בחברות מוחזקות יילקחו על פי שוויין ההוגן ונכסים אחרים יילקחו בהתאם לערכם הפנקסני בדוחות הכספיים כאמור. יובהר כי ככל שהשקעות בחברות מוחזקות מוצגות בדוחות הכספיים של החברה לפי שווי הוגן, יילקח השווי ההוגן כקבוע בדוחות הכספיים.



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 0.85203 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 1.13604 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

אריאל בלש
מנכ"ל ודירקטור

תאריך החתימה: 25 במאי 2026



ג'נריישן קפיטל בע"מ
תמצית דוחות כספיים ביניים
ליום 31 במרץ 2026
(בלתי מבוקרים)



תוכן העניינים

עמוד

2	דוח סקירה של רואי החשבון
3	תמצית דוחות על המצב הכספי ביניים
4	תמצית דוחות על הרווח הכולל ביניים
5	תמצית דוחות על השינויים בהון ביניים
6	תמצית דוחות על תזרימי המזומנים ביניים
7-17	באורים לתמצית הדוחות הכספיים ביניים



KPMG סומך חייקין
רחוב נחום חת 7
חיפה 3190500
04 861 4800

דוח סקירה של רואי החשבון המבקרים לבעלי המניות של ג'נריישן קפיטל בע"מ

מבוא

סקרנו את המידע הכספי המצורף של ג'נריישן קפיטל בע"מ (להלן: "החברה"), הכולל את הדוח על המצב הכספי התמציתי ליום 31 במרס 2026 ואת הדוחות התמציתיים על הרווח הכולל, שינויים בהון ותזרימי המזומנים לתקופה של שלושה חודשים שהסתיימה באותו תאריך. הדירקטוריון והנהלה אחראים לעריכה ולהצגה של מידע כספי לתקופת ביניים זו בהתאם לתקן חשבונאות בינלאומי IAS 34 "דיווח כספי לתקופת ביניים", וכן הם אחראים לעריכת מידע כספי לתקופת ביניים זו לפי פרק ד' של תקנות ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומיידיים), התש"ל-1970. אחריותנו היא להביע מסקנה על מידע כספי לתקופת ביניים זו בהתבסס על סקירתנו.

היקף הסקירה

ערכנו את סקירתנו בהתאם לתקן סקירה (ישראל) 2410 של לשכת רואי חשבון בישראל "סקירה של מידע כספי לתקופה ביניים הנערכת על ידי רואה החשבון המבקר של הישות". סקירה של מידע כספי לתקופה ביניים מורכבת מבידור, בעיקר עם אנשים האחראים לעניינים הכספיים והחשבונאיים, ומיישום נהלי סקירה אנליטיים ואחרים. סקירה הינה מצומצמת בהיקפה במידה ניכרת מאשר ביקורת הנערכת בהתאם לתקני ביקורת מקובלים בישראל ולפיכך אינה מאפשרת לנו להשיג ביטחון שניודע לכל העניינים המשמעותיים שהיו יכולים להיות מוזהים בביקורת. בהתאם לכך, אין אנו מחוויים חוות דעת של ביקורת.

מסקנה

בהתבסס על סקירתנו, לא בא לתשומת ליבנו דבר הגורם לנו לסבור שהמידע הכספי הנ"ל אינו ערוך, מכל הבחינות המהותיות, בהתאם לתקן חשבונאות בינלאומי IAS 34.

בנוסף לאמור בפסקה הקודמת, בהתבסס על סקירתנו, לא בא לתשומת ליבנו דבר הגורם לנו לסבור שהמידע הכספי הנ"ל אינו ממלא, מכל הבחינות המהותיות, אחר הוראות הגילוי לפי פרק ד' של תקנות ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומיידיים), התש"ל-1970.

סומך חייקין
רואי חשבון

25 במאי 2026



31 בדצמבר 2025	31 במרץ 2025	31 במרץ 2026		
מבוקר אלפי ש"ח	בלתי מבוקר אלפי ש"ח	בלתי מבוקר אלפי ש"ח	באור	
32,722	40,455	13,613		נכסים שוטפים
5,755	7,208	5,246		מזומנים ושווי מזומנים
495,445	500,608	470,963		חייבים ויתרות חובה לזמן קצר
				השקעה בנכס פורטפוליו מוחזק למכירה
533,922	548,271	489,822		סה"כ נכסים שוטפים
4,556,855	3,727,455	4,943,152	3	נכסים שאינם שוטפים
				השקעות בנכסי הפורטפוליו
4,556,855	3,727,455	4,943,152		סה"כ נכסים שאינם שוטפים
5,090,777	4,275,726	5,432,974		סה"כ נכסים
199,567	159,586	199,375		התחייבויות שוטפות
29,242	21,930	46,755		חלויות שוטפות של אגרות חוב
228,809	181,516	246,130		זכאים ויתרות זכות
				סה"כ התחייבויות שוטפות
8,932	3,437	3,375	3 ג' (1)	התחייבויות שאינן שוטפות
120,000	80,000	242,600	4 ה'	זכאים ויתרות זכות לזמן ארוך
1,370,979	1,528,579	1,289,067	4	אשראי לזמן ארוך
396,764	267,318	418,637		אגרות חוב
				התחייבויות מסים נדחים
1,896,675	1,879,334	1,953,679		סה"כ התחייבויות שאינן שוטפות
2,125,484	2,060,850	2,199,809		סה"כ התחייבויות
1,426,486	1,147,498	1,540,677	5	הון
38,479	29,278	38,973	5	הון מניות ופרמיה
21,423	21,701	13,639		קרן הון בגין תשלום מבוסס מניות
1,478,905	1,016,399	1,639,876		תקבולים על חשבון רכיב המרה של אגרות חוב
				עודפים
2,965,293	2,214,876	3,233,165		סה"כ הון
5,090,777	4,275,726	5,432,974		סה"כ התחייבויות והון

איתי פלד
סמנכ"ל כספים

ארז בלשה
מנכ"ל ודירקטור

יוסף זינגר
יו"ר הדירקטוריון

תאריך אישור הדוחות: 25 במאי, 2026



שנה שהסתיימה ביום 31 בדצמבר 2025	שלושה חודשים שהסתיימו ביום 31 במרץ 2025	שלושה חודשים שהסתיימו ביום 31 במרץ 2026	באור	
מבוקר	בלתי מבוקר	בלתי מבוקר		
אלפי ש"ח	אלפי ש"ח	אלפי ש"ח		
229,596	20,838	43,993	3	הכנסות
594,304	45,365	215,745	3	הכנסות מנכסי הפורטפוליו שינוי נטו בשווי הוגן של השקעות בנכסי הפורטפוליו בניכוי הכנסות מנכסי הפורטפוליו
823,900	66,203	259,738		סה"כ הכנסות
				הוצאות
(27,074)	(6,582)	(6,881)		דמי ניהול
(*) (2,911)	(*) -	(1,389)		הוצאות בגין מענק שנתי
(1,692)	(634)	(434)		הוצאות בגין עסקאות
(*) (14,457)	(*) (2,732)	(11,469)	6	הוצאות תפעוליות ואחרות
(3,582)	(825)	(1,356)		הוצאות בגין תשומות מע"מ שלא נדרשו
(49,716)	(10,773)	(21,529)		סה"כ הוצאות
774,184	55,430	238,209		רווח מפעולות רגילות
				הכנסות (הוצאות) מימון
(88,982)	(17,275)	(11,552)		הוצאות מימון
1,167	454	58		הכנסות מימון
(87,815)	(16,821)	(11,494)		
686,369	38,609	226,715		רווח לפני מסים על הכנסה
(143,290)	(8,036)	(40,744)		מסים על הכנסה
543,079	30,573	185,971		סה"כ רווח כולל מיוחס לבעלי מניות החברה
0.412	0.024	0.120		רווח למניה בסיסי המיוחס לבעלי מניות בחברה (בש"ח)
0.352	0.022	0.101		רווח למניה מדולל המיוחס לבעלי מניות בחברה (בש"ח)

(*) התאמה לא מהותית של מספרי השוואה



		תקבולים על חשבון			
		קרן הון תשלום	רכיב המרה של	הון מניות ופרמיה	
סך הכל הון	עודפים	מבוסס מניות	אגרות חוב		
אלפי ש"ח	אלפי ש"ח	אלפי ש"ח	אלפי ש"ח	אלפי ש"ח	
2,965,293	1,478,905	38,479	21,423	1,426,486	
יתרה ליום 31 בדצמבר 2025 (מבוקר)					
שינויים בתקופת שלושת החודשים					
שהסתיימו ביום 31 במרץ 2026 (לא מבוקר)					
20,448	-	20,448	-	-	
(25,000)	(25,000)	-	-	-	
-	-	(3,749)	-	3,749	
-	-	(8,529)	-	8,529	
-	-	(7,676)	-	7,676	
86,453	-	-	(7,784)	94,237	
185,971	185,971	-	-	-	
3,233,165	1,639,876	38,973	13,639	1,540,677	
יתרה ליום 31 במרץ 2026 (לא מבוקר)					
2,198,386	1,000,826	32,025	21,701	1,143,834	
יתרה ליום 31 בדצמבר 2024 (מבוקר)					
שינויים בתקופת שלושת החודשים					
שהסתיימו ביום 31 במרץ 2025 (לא מבוקר)					
917	-	917	-	-	
(15,000)	(15,000)	-	-	-	
-	-	(3,664)	-	3,664	
30,573	30,573	-	-	-	
2,214,876	1,016,399	29,278	21,701	1,147,498	
יתרה ליום 31 במרץ 2025 (לא מבוקר)					
2,198,386	1,000,826	32,025	21,701	1,143,834	
יתרה ליום 31 בדצמבר 2024 (מבוקר)					
שינויים בשנה שהסתיימה ביום 31 בדצמבר					
2025 (מבוקר)					
10,301	-	10,301	-	-	
-	-	(3,664)	-	3,664	
-	-	(183)	-	183	
275,901	-	-	-	275,901	
2,626	-	-	(278)	2,904	
(65,000)	(65,000)	-	-	-	
543,079	543,079	-	-	-	
2,965,293	1,478,905	38,479	21,423	1,426,486	
יתרה ליום 31 בדצמבר 2025 (מבוקר)					



גינריישן קפיטל בע"מ

שנה שהסתיימה ביום 31 בדצמבר 2025	שלושה חודשים שהסתיימו ביום 31 במרץ 2025	שלושה חודשים שהסתיימו ביום 31 במרץ 2026
מבוקר	בלתי מבוקר	בלתי מבוקר
אלפי ש"ח	אלפי ש"ח	אלפי ש"ח
543,079	30,573	185,971
88,982	17,275	11,552
(1,167)	(454)	(58)
(219,557)	(18,828)	(41,228)
(594,304)	(45,365)	(215,745)
3,433	57	9,738
3,749	917	938
143,290	8,036	40,744
(575,574)	(38,362)	(194,059)
3,832	2,379	509
1,670	(52)	(2,429)
5,502	2,327	(1,920)
1,167	454	58
(44,197)	(6,451)	(6,917)
219,557	18,828	41,228
176,527	12,831	34,369
149,534	7,369	24,361
(275,935)	(9,757)	(160,439)
6,800	10,825	14,369
(269,135)	1,068	(146,070)
(150,596)	-	-
(45,000)	-	(20,000)
(18,279)	(18,279)	-
280,000	-	-
(4,099)	-	-
283,200	-	122,600
(243,200)	-	-
102,026	(18,279)	102,600
(17,575)	(9,842)	(19,109)
50,297	50,297	32,722
32,722	40,455	13,613
(8,532)	(3,437)	-
(20,000)	(15,000)	(25,000)
183	-	8,529
2,626	-	86,453
-	-	7,676

תזרימי מזומנים מפעילות שוטפת

רווח נקי לתקופה

התאמות הדרושות להצגת תזרימי מזומנים

לפעילות שוטפת:

הוצאות מימון

הכנסות מימון

הכנסות מנכסי הפורטפוליו (*)

עלייה בשווי הוגן של השקעות בנכסי הפורטפוליו בניכוי הכנסות מנכסי

הפורטפוליו

הוצאות בגין מענקים

הוצאות בגין מניות חסומות

הוצאות מסים על הכנסה

שינוי בסעיפי נכסים והתחייבויות:

בחייבים ויתרות חובה

בזכאים ויתרות זכות

ריבית שהתקבלה

ריבית ששולמה

הכנסות שהתקבלו מנכסי הפורטפוליו

מזומנים נטו שנבעו מפעילות שוטפת

תזרימי מזומנים מפעילות השקעה

השקעות בנכסי הפורטפוליו

פרעון עסקת גידור

מזומנים נטו שנבעו מפעילות השקעה (ששימשו לפעילות) השקעה

תזרימי מזומנים מפעילות מימון

פירעון של אגרות חוב

דיבידנד ששולם

פירעון הלוואה לזמן קצר מנכס פורטפוליו

תמורה מהנפקת הון מניות

עלויות הנפקת הון

משיכת אשראי מתאגידים בנקאיים לזמן ארוך

פירעון אשראי מתאגידים בנקאיים

מזומנים נטו שנבעו מפעילות (ששימשו לפעילות) מימון

שינוי במזומנים ושווי מזומנים

יתרת מזומנים ושווי מזומנים לתחילת התקופה

יתרת מזומנים ושווי מזומנים לסוף התקופה

מידע נוסף בגין פעילות השקעה ומימון שאינה כרוכה

בתזרים מזומנים

השקעה בחברות מוחזקות בתמורה נדחית

דיבידנד שהוכרז

מימוש אופציות למניות Cashless

המרת אגרות חוב למניות

מיון קרן הון לפרמיה עקב מימוש אופציות

(*) לא כולל הכנסות מדמי ניהול

**באור 1 – כללי****תיאור כללי של הקרן**

ג'נרלישן קפיטל בע"מ ("הקרן") התאגדה בישראל והחלה את פעילותה העסקית ביום 15 במאי 2018. ניירות הערך של הקרן רשומים למסחר בבורסה לניירות ערך בתל אביב. משרדי הקרן ממוקמים בנסים אלוני 10, בתל אביב-יפו.

1. פעילות הקרן

מטרת פעילות הקרן הינה ביצוע השקעות עבור השאת תשואות מעליות ערך הוניות והכנסות אחרות מהשקעות (דיבידנדים וריבית).

כישות השקעה (ראה באור 2' בדוחות הכספיים לשנה שהסתיימה ביום 31 בדצמבר 2025) פעילות הקרן מכוונת להשבת 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. מדידת השקעות עפ"י שווי הוגן

הקרן קבעה כי הינה ישות השקעה כמוגדר ב-IFRS 10 (ראה באור 2' בדוחות הכספיים לשנה שהסתיימה ביום 31 בדצמבר 2025) ולפיכך מודדת את השקעותיה בחברות מוחזקות בשווי הוגן.

3. השפעת מלחמת "חברות ברזל ומבצע שאגת הארי"

בעקבות המצב הביטחוני השורר במדינת ישראל מאז פרוץ מלחמת "חברות ברזל" באוקטובר 2023, ולאור פתיחת מבצע "שאגת הארי" שמטרתו לנטרל איומים איראניים על מדינת ישראל ותושביה- חלה ירידה בהיקפי הפעילות הכלכלית והעסקית במדינה. 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. ביום 8 באפריל 2026, הודיעו ארה"ב ואיראן על כניסתה לתוקף של הפסקת אש לצורכי משא ומתן, אשר כללה גם את מדינת ישראל, כאשר ברקע, המערכה מול ארגון חיזבאללה בלבנון נמשכת.

ביום 12 באפריל 2026, לאחר הפסקת המו"מ בין ארה"ב ואיראן, הודיעה ארה"ב על הטלת מצור ימי על מיצרי הורמוז החל מיום 13 באפריל 2026, במה שהביא לזינוק במחירי האנרגיה, לשיבושים קשים בשרשראות האספקה ולעלייה בציפיות האינפלציה.

הקרן משקיעה ומפעילה נכסי תשתית ואנרגיה הנחשבים חיוניים להבטחת רציפות תפקודית של המשק בישראל, לרבות בתחום ייצור החשמל, אגירה ואספקת 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. בהתאם, מרבית נכסי הפורטפוליו הפגינו יציבות בפעילותם במצב הלחימה הנוכחי.

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, התרחבות 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.

באור 2 - בסיס עריכת הדוחות הכספיים**א. הצהרה על עמידה בתקני דיווח כספי בינלאומיים**

תמצית הדוחות הכספיים ביניים נערכה בהתאם ל-34 IAS, דיווח כספי לתקופות ביניים ואינה כוללת את כל המידע הנדרש בדוחות כספיים שנתיים מלאים. יש לקרוא אותה ביחד עם הדוחות הכספיים ליום ולשנה שהסתיימה ביום 31 בדצמבר 2025 ("הדוחות השנתיים"). כמו כן, דוחות אלו נערכו בהתאם להוראות פרק ד' לתקנות ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומיידיים), התש"ל-1970.

תמצית הדוחות הכספיים ביניים אושרו לפרסום על ידי דירקטוריון הקרן ביום 25 במאי, 2026.

ב. שימוש באומדנים ושיקול דעת

בעריכת תמצית הדוחות הכספיים ביניים המאוחדים בהתאם לתקני דיווח כספי בינלאומיים ("IFRS") נדרשת הנהלת הקרן להשתמש בשיקול דעת, לצורך ביצוע הערכות, אומדנים והנחת הנחות אשר משפיעים על יישום המדיניות ועל הסכומים של נכסים והתחייבויות, הכנסות והוצאות. יובהר שהתוצאות בפועל עלולות להיות שונות מאומדנים אלה.

שיקול הדעת של ההנהלה, בעת יישום המדיניות החשבונאית של הקבוצה וההנחות העיקריות ששימשו בהערכות הכרוכות באי וודאות, הינם עקביים עם אלו ששימשו בעריכת הדוחות הכספיים השנתיים.

ג. מדיניות חשבונאית

המדיניות החשבונאית של הקרן בתמצית דוחות כספיים ביניים אלה, הינה המדיניות החשבונאית שיושמה בדוחות הכספיים השנתיים לשנת 2025.



באור 3 - השקעות בחברות

א. הרכב ההשקעה בחברות:

ליום 31 במרץ 2026

שיעור ההחזקה	שוי הוגן (5)	סכומים שהוחזרו מההשקעה (**)	עלות ההשקעה			השקעה תמורת מניות, נטו (*)	שם החברה
			סה"כ	השקעה בשטרי הון	השקעה בהלוואות		
76%	(6) 1,169,553	123,327	248,771	-	-	248,771	בון תור
100%	(7) 2,255,153	137,394	1,382,002	43,393	670,203	668,406	PowerGen (1)
33%	(8) 209,264	3,902	133,500	-	4,397	129,103	חברות חלוקת הגז הטבעי (2)
80%	(9) 1,104,998	378,632	759,869	384,829	270,149	104,891	BlueGen
50%	(10) 127,301	12,062	76,811	-	7,000	69,811	פרידנזון-ג'נירליישן מרכזים לוגיסטיים
							Greenway Holdings S.A
							("גריין-ווי") (3)
13%	(11) 76,883	-	67,157	67,157	-	-	
	4,943,152	655,317	2,668,110	495,379	951,749	1,220,982	
10%	(12) 470,963	100,901	486,735	267,485	219,250	-	נכס מוחזק למכירה
	5,414,115	756,218	3,154,845	762,864	1,170,999	1,220,982	Porterbrook Holdings I Limited
							("פורטרברוק") (4)

סה"כ

ליום 31 במרץ 2025

שיעור ההחזקה	שוי הוגן	סכומים שהוחזרו מההשקעה (**)	עלות ההשקעה			השקעה תמורת מניות, נטו (*)	שם החברה
			סה"כ	השקעה בשטרי הון	השקעה בהלוואות		
74%	928,586	105,694	233,028	-	-	233,028	בון תור
100%	1,298,536	117,394	1,006,563	43,393	355,203	607,967	PowerGen
33%	187,677	3,778	133,500	-	4,397	129,103	חברות חלוקת הגז הטבעי
80%	1,130,184	190,924	719,864	384,829	230,144	104,891	BlueGen
50%	120,689	7,062	76,811	-	7,000	69,811	פרידנזון-ג'נירליישן מרכזים לוגיסטיים
13%	61,783	-	66,632	66,632	-	-	גריין-ווי
	3,727,455	424,852	2,236,398	494,854	596,744	1,144,800	
10%	500,608	78,616	486,735	267,485	219,250	-	נכס מוחזק למכירה
	4,228,063	503,468	2,723,133	762,339	815,994	1,144,800	פורטרברוק

סה"כ

ליום 31 בדצמבר 2025

שיעור ההחזקה	שוי הוגן	הכנסות מנכסי הפורטפוליו (**)	עלות ההשקעה			השקעה תמורת מניות, נטו (*)	שם החברה
			סה"כ	השקעה בשטרי הון	השקעה בהלוואות		
76%	1,004,643	107,569	248,771	-	-	248,771	בון תור
100%	2,040,392	137,394	1,221,563	43,393	570,203	607,967	PowerGen
33%	203,720	3,902	133,500	-	4,397	129,103	חברות חלוקת הגז הטבעי
80%	1,110,725	360,491	759,869	384,829	270,149	104,891	BlueGen
50%	123,817	12,062	76,811	-	7,000	69,811	פרידנזון-ג'נירליישן מרכזים לוגיסטיים
13%	73,558	-	67,157	67,157	-	-	גריין-ווי
	4,556,855	621,418	2,507,671	495,379	851,749	1,160,543	
10%	495,445	90,807	486,735	267,485	219,250	-	נכס מוחזק למכירה
	5,052,300	712,225	2,994,406	762,864	1,070,999	1,160,543	פורטרברוק

סה"כ

(*) השקעה ששולמה בעבור מניות, בניכוי תמורות שהתקבלו מממוש השקעות.
(**) סכומים שהוחזרו מהשקעה כוללים דיבידנדים, החזרי הלוואות בעלים ודמי ניהול.



באור 3 - השקעות בחברות (המשך)

א. הרכב ההשקעה בחברות (המשך):

- (1) פעילות הקרן בתחום ייצור, אגירה ואספקת חשמל נעשית באמצעות החזקתה בחברת פאוורג'ן בע"מ (יחד עם החברות המוחזקות על ידה, במישרין ובעקיפין: "PowerGen"). PowerGen מרכזת 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 (Dowstream) באזור הנגב והדרום.
- (3) הקרן מחזיקה בכ-13% מהון מניותיה של חברת GREENWAY HOLDING S.A ("גרין-ווי") באמצעות 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 רכבים חשמליים בפולין, סלובקיה וקרואטיה.
- (4) הקרן מחזיקה ב-10% מהון מניותיה של חברת Porterbrook Holdings I Limited ("פורטרברוק") באמצעות גיריישן אינפרא בע"מ (חברה בבעלות מלאה (100%) הרשומה בבריטניה ומחזיקה בתאגיד אנגלי (33%) דרכו בוצעה ההשקעה בפורטרברוק בשותפות עם קרן דלמור הבריטית (67%). ההשקעה סווגה בדוח על המצב הכספי ליום 31 במרץ 2026 כנכס מוחזק למכירה. לפירוט, ראה באור 7 בדוחות הכספיים לשנה שהסתיימה ביום 31 בדצמבר 2025. ביום 18 במרץ 2026 התקשרה הקרן בהסכם מחייב למכירת מלוא החזקותיה בפורטרברוק, בתמורה לסך כולל של כ-115 מיליון ליש"ט כמפורט בביאור 3ג' להלן.
- (5) לפרטים אודות מדרג השווי ההוגן ראה ביאור 4 להלן.
- (6) ליום 31 במרץ 2026, שווייה ההוגן של בון תור בע"מ ("בון תור") נאמד באמצעות הערכת שווי חיצונית שבוצעה ליום 31 במרץ 2026 במודל היוון תזרימי מזומנים צפויים (DCF). הערכת השווי ליום 31 במרץ 2026 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-10.4% (WACC) לפעילות ההיסעים בבון תור ו-11.1% ו-13.1% (Ke) לפעילות מטרופולין לשנות התחזית, ולפעילות הטרמינלית, בהתאמה. גידול של 0.5% בשיעור ההיוון היה מקטין את שווי ההשקעה למועד הערכת השווי החיצונית בכ-74.7 מיליון ש"ח. קיטון של 0.5% בשיעור ההיוון היה מגדיל את שווי ההשקעה למועד הערכת השווי החיצונית בכ-85.8 מיליון ש"ח. שיעור הצמיחה בטווח הארוך של פעילות ההיסעים ששימש במדידת השווי ההוגן נאמד ב-4%. גידול של 0.5% בשיעור הצמיחה בהיסעים היה מגדיל את שווי ההשקעה למועד הערכת השווי החיצונית בכ-59.1 מיליון ש"ח. קיטון של 0.5% בשיעור הצמיחה בהיסעים היה מקטין את שווי ההשקעה למועד הערכת השווי החיצונית בכ-50.5 מיליון ש"ח.
- (7) הערכת השווי מצורפת לדוחות הכספיים של הקרן ליום 31 במרץ 2026. ליום 31 במרץ 2026, שווייה 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-FCFE (Free Cash Flow To Equity) ועל ידי קידום בשיעור התשואה לבעלים ממועד הערכת שווי זו ועד ליום 31 במרץ 2026. מחיר ההון העצמי (Ke) המשוקלל ששימש במדידת השווי ההוגן נאמד בכ-11%. ביחס לפעילויות המהותיות של PowerGen מחירי ההון העצמי (Ke) המשוקללים ששימשו להערכת השווי נאמדו ב-14.6% לריינדר, 8.5% ל-MRC אלון תבור, תחנות הכוח הצפוניות והחופיות כ-11%, בזק-ג'ן כ-17.3% PV, אגירה כ-9.74%, נכסי מתחדשות בייזום מתקדם 11.3% ומתקן האגירה השאובה במעלה גלבו (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) הערכת השווי מצורפת לדוחות הכספיים של הקרן ליום 31 במרץ 2026. ליום 31 במרץ 2026, שווייה 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 במרץ 2026. 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 3 - השקעות בחברות (המשך)

א. הרכב ההשקעה בחברות (המשך):

- (9) ליום 31 במרץ 2026, שווייה 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 במרץ 2026. 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 וזכיי, 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. שווייה 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. ביום 26 בפברואר 2026 חתמו הצדדים על הסכם מחייב כמפורט בבאור 2.3.
- הערכת השווי מצורפת לדוחות הכספיים של הקרן ליום 31 במרץ 2026.
- (10) ליום 31 במרץ 2026, שווייה ההוגן של ההשקעה בפרידנזון-ג'ניריישן 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 במרץ 2026. הערכת השווי נסמכה על תחזיות הנהלת הקרן והנהלת פרידנזון-ג'ניריישן 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) ליום 31 במרץ 2026, 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, במסגרתו נכנסה קרן MIROVA כמשקיע אסטרטגי לגרין-ווי ועל ידי קידום בשיעור התשואה לבעלים ממועד הערכת שווי זו ועד ליום 31 במרץ 2026 ובתוספת שווי הוגן עסקאות הגנה שביצעה החברה על האירו נכון ליום 31 במרץ 2026. למועד הדוח שווי הוגן עסקאות ההגנה על האירו הסתכם לסכום של כ-6.4 מיליון ש"ח.
- (12) החל מהרבעון השלישי לשנת 2024, השקעת הקרן בפורטרברוק סווגה כנכס מוחזק למכירה במסגרת הנכסים השוטפים. ליום 31 במרץ 2026, השקעת הקרן בפורטרברוק ממשיכה להיות מסווגת כנכס מוחזק למכירה במסגרת הנכסים השוטפים. שווייה ההוגן של ההשקעה בפורטרברוק הוערך על בסיס הסכם מחייב שנחתם למכירת ההשקעה בתקופת הדוח כמפורט בבאור 2.3. שווי התמורה בליש"ט מתורגמת לשקל לפי שער חליפין שקל-ליש"ט ליום 31 במרץ 2026 ובתוספת שווי הוגן עסקאות הגנה שביצעה החברה על הלירה שטרלינג נכון ליום 31 במרץ 2026. הערכת השווי מצורפת לדוחות הכספיים של הקרן ליום 31 במרץ 2026. למועד הדוח שווי הוגן עסקאות ההגנה על הלירה שטרלינג הסתכם לסכום של כ-3.6 מיליון ש"ח.



באור 3 – השקעות בחברות (המשך)

ב. הרכב הכנסות (הפסדים) מהשקעה בחברות:

שלושה חודשים שהסתיימו ביום 31 במרץ 2026			
שם החברה	שינוי נטו בשווי הוגן של השקעות בנכסי הפורטפוליו בניכוי הכנסות מנכסי הפורטפוליו	הכנסות מנכסי הפורטפוליו (*)	סה"כ
בון תור	164,910	15,758	180,668
PowerGen	54,322	-	54,322
חברות חלוקת הגז הטבעי	5,544	-	5,544
BlueGen	(5,727)	18,141	12,414
פרידנזון	3,484	-	3,484
פורטרברוק	(10,113) (**)	10,094	(19)
גריין-ווי	3,325 (***)	-	3,325
סה"כ	215,745	43,993	259,738
שלושה חודשים שהסתיימו ביום 31 במרץ 2025			
שם החברה	שינוי נטו בשווי הוגן של השקעות בנכסי הפורטפוליו בניכוי הכנסות מנכסי הפורטפוליו	הכנסות מנכסי הפורטפוליו (*)	סה"כ
בון תור	27,693	-	27,693
PowerGen	35,551	-	35,551
חברות חלוקת הגז הטבעי	4,970	-	4,970
BlueGen	25,305	10,011	35,316
פרידנזון	3,555	-	3,555
פורטרברוק	(12,374) (**)	10,827	(1,547)
גריין-ווי	(39,335) (***)	-	(39,335)
סה"כ	45,365	20,838	66,203
שנה שנתיימה 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
גריין-ווי	(28,085) (***)	-	(28,085)
סה"כ	594,304	229,596	823,900

(*) הכנסות מנכסי הפורטפוליו כוללות דיבידנדים, החזר הלוואות בעלים, דמי ניהול וכו'. 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 בנכסי הפורטפוליו פרו רטה. השבת ההשקעה לבעלי המניות נעשית באמצעות החזר הלוואות בעלים, פירעון שטרי הון ותשלומי דיבידנד, ללא העדפה מצד בעלי המניות.

(**) שינוי נטו בשווי הוגן של ההשקעה בפורטרברוק בניכוי הכנסות מפורטרברוק בשלושת החודשים שהסתיימו ב-31 במרץ 2026, ב-31 במרץ 2025 ובשנה שנתיימה ביום 31 בדצמבר 2025 כוללים השפעה משינויים בשער חליפין בניכוי רכיב גידור עסקאות שער חליפין על ההשקעה בפורטרברוק, כ-14,387 אלפי ש"ח (הפסד), כ-12,372 אלפי ש"ח (הפסד), וכ-17,041 אלפי ש"ח (הפסד), בהתאמה.

(***) שינוי נטו בשווי הוגן של השקעות בגריין-ווי בשלושת החודשים שהסתיימו ב-31 במרץ 2026, ב-31 במרץ 2025 ובשנה שנתיימה ביום 31 בדצמבר 2025 כוללים השפעה משינויים בשער חליפין בניכוי רכיב גידור עסקאות שער חליפין על ההשקעה בגריין-ווי, כ-230 אלפי ש"ח (הפסד), כ-2,680 אלפי ש"ח (רווח), וכ-3,459 אלפי ש"ח (רווח), בהתאמה.



באור 3 - השקעות בחברות (המשך)

ג. שינויים מהותיים בהשקעות בתקופת הדוח:

1. בון תור

- א. נכון למועד הדוח מחזיקה הקרן בכ-76% ממניות בון תור.
 ב. במהלך תקופת הדוח הכירה הקרן בהכנסות מבון תור בסך של כ-15 מיליון ש"ח.
 ג. 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.

2. BlueGen

- א. במהלך תקופת הדוח הכירה הקרן בהכנסות מ-BlueGen בסך של כ-18 מיליון ש"ח.
 ב. ביום 5 בפברואר 2026 הודיעה ועדת המכרזים הבין משרדית של משרד האוצר והמשרד להגנת הסביבה (באמצעות החשב הכללי) על בחירת הצעתה של חברה ייעודית ("הזכיון") אשר בעלות מניותיה הן BlueGen, דקל תשתיות (2001) בע"מ (המוחזקת נכון למועד דוח זה ב-50% על ידי BlueGen והועברה במלואה לאחר תאריך הדוח ל-BlueGen Waste Management Ltd) ושפיר הנדסה אזרחית וימית בע"מ, המרכיבות יחד את ההחזקות בזכיון 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 לזכיון במסגרת המכרז הגנות שונות שעיקרן מנגנוני התאמות ריבית המאפשרים הצמדת תעריפים למדדי מחירים שונים וכן הגנות לסיכונים שוק (אנרגיה ופסולת). יצוין, כי בעלות המניות בזכיון יחזיקו גם בתאגיד התפעול והקבלן, כאשר חברת התפעול תוחזק בשיעורי החזקות בדומה להחזקות בזכיון ושיעורי החזקות בקבלן יעמדו על 45% BlueGen, 45% שפיר ו-10% קבוצת אחים יעקובי (ואי.אס.בי) בע"מ ("YSB").
- ג. 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"). 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 (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 כמפורט בסעיף 7' להלן.
- ד. בהמשך לאמור בדוח התקופתי של הקרן לשנת 2025, אודות התקשרות BlueGen במזכר הבנות לא מחייב עם אי.אס. תשתיות בע"מ ("מזכר הבנות") לשיתוף פעולה בקשר עם מתקן ההתפלה בפלמחים ("מתקן ההתפלה"), המוחזק ב-51% על ידי BlueGen הוסכם ביום 30 במרץ 2026 על ידי הצדדים להאריך את התקופה במזכר הבנות לחתימה על הסכם מפורט עד ליום 30 ביוני 2026. הצדדים מצויים במגעים מול המדינה בנוגע להתקשרות בהסכם זיכיון חדש להפעלת מתקן ההתפלה (לאחר תום תקופת הזיכיון הקיימת בחודש אפריל 2029) ושדרוגו.

3. פורטרברוק

- א. במהלך תקופת הדוח הכירה הקרן בהכנסות מפורטרברוק בסך של כ-10 מיליון ש"ח (כ-2.4 מיליון ליש"ט).
 ב. 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 החוזיה 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.
 לאחר תאריך הדוח, במאי 2026, התקיימו התנאים המתלים להשלמת העסקה. לפרטים נוספים ראו ביאור 7' להלן.



באור 4 - מכשירים פיננסיים

א. שווי הוגן – לצרכי גילוי בלבד

הערך בספרים של מזומנים ושווי מזומנים, חייבים ויתרות חובה, חייבים לזמן ארוך, זכאים ויתרות זכות ואשראי מתאגידים בנקאיים תואם או קרוב לשווי ההוגן שלהם. השווי ההוגן של יתר ההתחייבויות הפיננסיות והערכים בספרים המוצגים בדוח על המצב הכספי, הינם כדלקמן:

ליום 31 בדצמבר		ליום 31 במרץ			
2025		2025		2026	
שווי הוגן (רמה 1)	הערך בספרים (מבוקר)	שווי הוגן (רמה 1)	הערך בספרים (בלתי מבוקר)	שווי הוגן (רמה 1)	הערך בספרים
אלפי ש"ח					
457,454	479,699	475,976	512,070 (*)	459,031	480,385 (*)
888,248	896,449 (*)	950,904	982,279	885,566	897,441
214,109	196,214 (*)	199,651	197,276 (*)	113,274	112,718 (*)

אגרות חוב (סדרה ב')
סחירות
אגרות חוב (סדרה ג')
סחירות
אגרות חוב (סדרה ד')
סחירות חלק
התחייבותי (**)

(*) כולל ריבית שטרם שולמה לפי הפרוט להלן:

ליום 31 בדצמבר	ליום 31 במרץ		
2025	2025	2026	
אלפי ש"ח			
-	953	892	אגרות חוב (סדרה ב') סחירות
1,816	-	-	אגרות חוב (סדרה ג') סחירות
-	2,507	1,210	אגרות חוב (סדרה ד') סחירות

(**) הקיטון בשלושת החודשים שהסתיימו ב-31 במרץ 2026 ובשנה שנסתיימה ביום 31 בדצמבר 2025 ברכיב ההתחייבותי של אגרות חוב (סדרה ד') נובע מהמרה בסך של כ-7,784 אלפי ש"ח המהווה כ-43% מהתקבולים על חשבון רכיב ההמרה של אגרות החוב, ומהמרה בסך של כ-278 אלפי ש"ח המהווה כ-1.5% מהתקבולים על חשבון רכיב ההמרה של אגרות החוב, בהתאמה.

ב. סיווג מכשירים פיננסיים לפי מדרג שווי הוגן

בקביעת השווי ההוגן של נכס או התחייבות, משתמשת הקרן בנתונים נצפים מהשוק ככל שניתן. מדידות שווי הוגן מחולקות לשלוש רמות במדרג השווי ההוגן בהתבסס על הנתונים ששימשו בהערכה, כדלקמן:

- רמה 1: מחירים מצוטטים (לא מתואמים) בשוק פעיל לנכסים או התחייבויות זהים.
- רמה 2: נתונים נצפים מהשוק, במישרין או בעקיפין, שאינם כלולים ברמה 1 לעיל.
- רמה 3: נתונים שאינם מבוססים על נתוני שוק נצפים.

נכסים פיננסיים הנמדדים בשווי הוגן

ליום 31 בדצמבר 2025	ליום 31 במרץ 2025	ליום 31 במרץ 2026	רמה	
אלפי ש"ח				
1,164,495	61,782	1,149,733	2 (*)	השקעות והלוואות בנכסי הפורטפוליו
3,887,805	4,166,281	4,264,382	3 (**)	השקעות והלוואות בנכסי הפורטפוליו

(*) ליום 31 במרץ 2025 ההשקעה בגרין-ווי מוצגת ברמה 2 בהתאם לשווי הנגזר מעסקת כניסתה של MIROVA להשקעה, כמפורט בביאור 3 (א') 11 לעיל.

- ליום 31 במרץ 2026 וליום 31 בדצמבר 2025, השקעות והלוואות בנכסי הפורטפוליו המסווגות ברמה 2 כוללות:
- א. עסקאות ההגנה שבוצעו על מלוא עלות ההשקעה בפורטרברוק במטבע לירה שטרלינג ובגרין-ווי במטבע אירו.
 - ב. שווי הוגן של זרוע הפסולת שנקבעה על פי העסקה לכניסת לאומי פרטנרס כשותף.
 - ג. שווי הוגן של פורטרברוק כפי שנקבע על פי העסקה למכירת ההשקעה ל-CBRE.

(**) שווייהן 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.



באור 4 - מכשירים פיננסיים (המשך)

ג. גידור כלכלי

בהתאם לבאור 3א'12-11 לעיל בדבר השקעות בנכסי הפורטפוליו, נכון ל-31 במרץ 2026, 31 במרץ 2025 ו-31 בדצמבר 2025, השקעות הקרן בפורטרברוק ובגרין-ווי, בסך כ-470,963, כ-500,608 אלפי ש"ח ו-495,445 אלפי ש"ח (פורטרברוק) וכ-76,883, כ-61,783 אלפי ש"ח ו-73,558 אלפי ש"ח (גרין-ווי), חשופות לשינויים בשווי ההוגן הנובעים משינויי מטבע (ליש"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-3,660 אלפי ש"ח עבור פורטרברוק ועל כ-6,398 אלפי ש"ח עבור גרין-ווי, מסווגים לרמה 2 ונקבעו לפי השערים היציגים ושקלול פערי ריביות בין המטבעות.

להלן שינויים בשווי הוגן הנובעים מגידור כלכלי של שערי חליפין שנקפו בדוחות על הרווח הכולל:

לשלושה חודשים שהסתיימו ביום 31 במרץ 2025	לשלושה חודשים שהסתיימו ביום 31 במרץ 2026	לשלושה חודשים שהסתיימו ביום 31 בדצמבר 2025
אלפי ש"ח	אלפי ש"ח	אלפי ש"ח
(920)	(40,264)	20,991

שינוי במהלך התקופה כתוצאה משערוך או פירעון של עסקה:
סיכון מטבע חוץ – גידור השקעה בנכסי הפורטפוליו

ד. שערי חליפין והצמדה

מדד המחירים לצרכן (יזוע)	לירה שטרלינג	אירו
(0.10%)	(2.39%)	(2.92%)
0.29%	5.17%	5.94%
2.36%	(6.22%)	(1.34%)

להלן שינויים במדד המחירים לצרכן ובשער חליפין:
לשלושה חודשים שהסתיימו ב-31 במרץ 2026
לשלושה חודשים שהסתיימו ב-31 במרץ 2025
לשנה שהסתיימה ב-31 בדצמבר 2025

ה. פרטים בדבר מסגרות אשראי מתאגידים בנקאיים

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 14 ביוני 2026.

ליום 31 במרץ 2026 יתרת מסגרת האשראי הבלתי מנוצלת מבנק דיסקונט הסתכמה לכ-212 מיליון ש"ח, זאת בנוסף למסגרות אשראי בלתי מנוצלות נוספות מתאגידים בנקאיים ומוסדות פיננסיים נוספים בסך של כ-40 מיליון ש"ח.

ו. עדכון בדבר עמידה באמות מידה פיננסיות

להבטחת פירעון האשראי הבנקאי ואגרות החוב שלוותה הקרן, התחייבה הקרן לשמור על יחסים פיננסיים מסוימים. ליום 31 במרץ 2026, הקרן עומדת בהתחייבויותיה וביחסים הפיננסיים הקבועים בהסכמי ההלוואות ובשטרי הנאמנות של אגרות החוב שלה (להגדרת אמות המידה, ראה באור 9 בדוחות הכספיים השנתיים של הקרן ליום 31 בדצמבר 2025).



באור 5 – הון

א. הרכב ניירות ערך

31 במרץ 2026 כמות ני"ע (אלפים)		
מונפק ומוקצה	רשום	
1,639,069	10,000,000	מניות רגילות
281,288	-	אופציות לא סחירות למניות (*)
122,628 (***)	-	אגרות חוב להמרה ד'
-	-	מניות חסומות (**)
31 במרץ 2025 כמות ני"ע (אלפים)		
מונפק ומוקצה	רשום	
1,269,956	10,000,000	מניות רגילות
156,219	-	אופציות לא סחירות למניות (*)
220,000	-	אגרות חוב להמרה ד'
-	-	מניות חסומות (**)
31 בדצמבר 2025 כמות ני"ע (אלפים)		
מונפק ומוקצה	רשום	
1,507,240	10,000,000	מניות רגילות
311,624	-	אופציות לא סחירות למניות (*)
217,165	-	אגרות חוב להמרה ד'
-	-	מניות חסומות (**)

(*) כל אופציה ניתנת למניה להמרה אחת בעלת 1 ש"ח ערך נקוב.
 (**) ביום 4 בפברואר 2025 הוענקו 5 מיליון מניות חסומות לעובדים ונושאי משרה בחברת הניהול בקרן, בהתאם להסכם הניהול המתוקן של הקרן אשר אושר באסיפה הכללית מיום 28 בינואר 2024. המניות תהיינה חסומות למשך שנתיים ממועד ההקצאה, עד ליום 3 בפברואר 2027.
 ביום 7 בינואר 2026 אישר דירקטוריון הקרן הקצאה של 4,126,942 מניות חסומות לעובדים ונושאי משרה בחברת הניהול בקרן, בהתאם להסכם הניהול המתוקן של הקרן אשר אושר באסיפה הכללית מיום 28 בינואר 2024. המניות תהיינה חסומות למשך שנתיים ממועד ההקצאה, עד ליום 7 בינואר 2028.
 (***) ערך נקוב של אגרות החוב עם זכות המרה בשער מתואם של 0.85203 נכון למועד פרסום הדוח. במהלך תקופת הדוח ועד מועד פרסום הדוח, נרשמו למסחר 175,408,954 מניות רגילות של הקרן, שהונפקו כתוצאה מהמרת 150,076,239 אגרות חוב (סדרה ד') ההמירות, למניות הקרן.

ב. מימוש אופציות לא סחירות למניות

במהלך תקופת הדוח מומשו כ-30 מיליון אופציות לא סחירות למניות הקרן.

ג. מענק שנתי- תלוי ביצועים

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 7 בינואר 2026 הקצתה הקרן 4,153,473 אופציות למניות לטובת חברת הניהול.

ד. חלוקת ותשלום דיבידנד בתקופת הדו"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.
 הדיבידנד שולם בפועל ביום 29 באפריל 2026.



באור 6 – הוצאות תפעוליות

לשלושה חודשים שהסתיימו ביום 31 במרץ 2026 אלפי ש"ח	לשלושה חודשים שהסתיימו ביום 31 במרץ 2025 אלפי ש"ח	לשנה שהסתיימה ביום 31 בדצמבר 2025 אלפי ש"ח	הוצאות מקצועיות הוצאות ביטוח הוצאות אחרות (*)
1,835	1,432	8,513	
190	238	934	
9,444	1,062	5,010	
11,469	2,732	14,457	

(*) הוצאות אחרות גדלו בשל מענק ארוך טווח. חברת הניהול תהא זכאית למענק ארוך טווח בכפוף לעמידה בתשואה שנתית ממוצעת. להרחבה, ראה באור 12א(3) בדוחות השנתיים.

באור 7 – אירועים משמעותיים לאחר תאריך הדוח

- א. חלוקת דיבידנד בקרן
ביום 25 במאי 2026 אישר דירקטוריון הקרן חלוקת דיבידנד בסך 25,000 אלפי ש"ח נוספים לבעלי המניות שמקורו מהכנסות מנכסי הפורטפוליו שהתקבלו בקרן מהשקעותיה.
- ב. השלמת הקמת זרוע הפסולת של הקרן – BlueGen Waste Management Ltd
ביום 3 במאי 2026, הושלמה העסקה להקמת זרוע הפסולת ועסקת ההשקעה של לאומי פרטנרס. במסגרת העסקה רכשה 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 הינה 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.
- ג. הסדר פיצוי בגין נזקי מלחמה למתקן סמארט וויסט (BlueGen Waste)
ביום 6 במאי 2026 נחתם תיקון להסכם הזיכיון של הקמת פרויקט סמארט וויסט, מתקן בהקמה במתחם השפד"ן למיון ומחזור פסולת עירונית במסגרת הסכם BOT. במסגרת התיקון להסכם הוסכם, כי המועד לסיום הקמת המתקן יוארך עד ליום 12 במרץ 2027 (למעט רכיבים מסוימים במתקן המפורטים בתיקון להסכם אשר השלמת הקמתם תתבצע עד לתום חודש ספטמבר 2027).
בנוסף, במסגרת התיקון להסכם, הוסכם, כי המדינה תפצה את המתקן בסכומים הבאים:
(1) תשלום חד פעמי בסך של 147 מיליון ש"ח, בתוספת מע"מ;
(2) תשלום בסך של 50 מיליון ש"ח מקדמות שונות על חשבון רשת הביטחון של המתקן; כאשר שני התשלומים הללו ישולמו למתקן עד 90 ימים ממועד החתימה על התיקון להסכם;
(3) תשלום בסך של 50 מיליון ש"ח נוספים שישולמו בהתאם לאבני דרך שנקבעו בתיקון להסכם הקשורים בהפעלת המתקן.

**באור 7 – אירועים משמעותיים לאחר תאריך הדוח (המשך)****ד. התקשרות במזכר הבנות לרכישת שיכון ובינוי אנרגיה בע"מ**

ביום 15 במאי 2026 חתמה הקרן עם שיכון ובינוי אנרגיה בע"מ (להלן: "שו"ב אנרגיה") ועם בעלת השליטה בה, שיכון ובינוי בע"מ (להלן: "שו"ב"), על מזכר הבנות שבעיקרו לא מחייב, בקשר עם רכישת שיכון ובינוי אנרגיה בע"מ. בהתאם למזכר ההבנות, תרכוש הקרן (לבדה או יחד עם משקיעים נוספים), בעצמה או באמצעות תאגיד בשליטתה ("הקרן"), את מלוא הון מניותיה (100%) של שו"ב אנרגיה בדרך של מיזוג משולש הפכי, כאשר שו"ב אנרגיה תהיה החברה הקולטת ותהפוך, בעקבות השלמת העסקה, לחברה פרטית בבעלות מלאה של הקרן או של תאגיד בשליטתה ("החברה הממוזגת"), אך תיוותר תאגיד מדווח הואיל ואגרות החוב שלה רשומות למסחר בבורסה ומוחזקות בידי הציבור. במועד השלמת העסקה תועברנה כל מניות שו"ב אנרגיה לידי הרוכשת בתמורה לסך במזומן של 4.05 מיליארד ש"ח ("התמורה הבסיסית"), כפוף להתאמות מקובלות בהסכמים מסוג זה שתיושמה החל ממועד חתימת מזכר ההבנות. בנוסף לתמורה הבסיסית, תשלם הרוכשת לבעלי המניות של שו"ב אנרגיה במועד השלמת העסקה, סכום נוסף המשקף תשלום בגין חלוף הזמן ממועד החתימה על מזכר ההבנות ועד למועד ההשלמה, בסך של 150 מיליון ש"ח. כמו כן, בכפוף לעמידה באבני דרך הקשורות בקידום פרויקטים מהותיים מסוימים וקיימים של שו"ב אנרגיה, בתקופה של עד 60 חודשים ממועד השלמת העסקה, קיימת אפשרות כי ישולמו למי שיהיו בעלי המניות של שו"ב אנרגיה במועד ההשלמה, תמורה מותנית עתידית נוספת בסכום מצטבר מקסימלי של עד 300 מיליון ש"ח, בתנאים המפורטים במזכר ההבנות.

השלמת העסקה תהיה כפופה להתקיימות תנאים מתלים מקובלים, לרבות אישור האסיפה הכללית של שו"ב אנרגיה, אישורי רגולטורים (לרבות רשות התחרות ורשות החשמל), אישור מחזיקי אגרות החוב של שו"ב אנרגיה ואישור גורמים מממנים, ככל שיידרשו.

במסגרת מזכר ההבנות, התחייבו הצדדים לנהל משא ומתן בתום לב לשם התקשרות בהסכם מיזוג משולש הפכי מפורט ומחייב.

עם חתימת מזכר ההבנות תבצע הרוכשת בדיקת נאותות ביחס לשו"ב אנרגיה למשך פרק זמן של 30 ימים ממועד פתיחת חדר מידע לרוכשת וליועציה, שבו ייכללו המסמכים שפורטו במזכר ההבנות ("תקופת הבדיקה"). בהתאם למזכר ההבנות, נקבעו מנגנונים מוסכמים ומחייבים למתן פיצוי כספי לשו"ב אנרגיה על ידי הקרן במקרה שלא ייחתם הסכם מפורט עד לתום תקופת הבדיקה, ולמתן פיצוי על ידי שו"ב אנרגיה או שו"ב במקרה בו מי מהן תשלים עסקה מתחרה (כהגדרתה במזכר ההבנות) בתוך פרק זמן מסוים מתום תקופת הבדיקה.

ה. התקיימות התנאים המתלים בעסקת פורטרברוק

לאחר תאריך הדוח, במאי 2026, התקיימו התנאים המתלים להשלמת מכירת פורטרברוק כמפורט בביאור 3'ג'ב' לעיל, שעיקרם, קבלת אישור רשות התחרות האירופאית. הקרן צופה שהעסקה תושלם במהלך יוני 2026.

הערכת שווי של חברת BlueGen ליום 31 במרץ 20261. 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 במרץ 2026 קיבלו בעלי המניות ב-BlueGen את התשואה לבעלים הצפויה על השקעתם, תשואה המוגדרת בשיטת הוון תזרים המזומנים (Discounted cash flow) בה נעשה שימוש בהערכת השווי החיצונית כמחיר ההון העצמי – Ke .

לאור האמור, נדרשת הקרן להכיר בשינוי בשווי ההון של חלקה בכל אחת מהפעילויות של BlueGen בגובה מכפלת השווי ההון 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 נחתם הסכם מחייב בין BlueGen לבין לאומי פרטנרס בע"מ ("לאומי פרטנרס") להשקעה ב-BlueGen Waste Management Ltd 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". ביום 3 במאי 2026 הושלמו העסקאות כאמור 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 ההון 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. הערכת השווי

ס"ח BlueGen	זרוע הפסולת (ללא קבלני הקמה)	זרוע המים וחטיבת ה- EPC	פעילויות סולו ²	
אלפי ש"ח				
80.01%				שיעור ההחזקה של הקרן ב-BlueGen
	כ-379%	50%	100%	שיעור ההחזקה של BlueGen בנכסים
1,203,037	672,688	565,167	(34,818)	שווי ההשקעה של הקרן בנכסים בהתאם להערכת שווי חיצונית (30 ביוני 2025)
		14.46% - 7%	12.75%-12.02%	תשואה צפויה לבעלים בהתאם להערכת שווי חיצונית
9 חודשים				התקופה שחלפה ממועד הערכת השווי החיצונית
1,257,374	679,002	617,037	(38,665)	שווי ההשקעה של ליום 31 במרץ 2026 לאחר קידום תשואה לבעלים ולפני הכנסות שהתקבלו והשקעות נוספות שבוצעו
(160,782)				הכנסות שהתקבלו
16,002				השקעות נוספות
1,104,998				שווי ההשקעה ליום 31 מרץ 2026

אני נותן בזאת הסכמתי לצירוף הערכת שווי זו לדוח רבעון ראשון לשנת 2026 של הקרן.

25/05/2026

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.



ג'נריישן קפיטל בע"מ

הערכת שווי לאחזקות בחברת בון תור בע"מ ליום 31 במרץ 2026

מאי 2026

הקדמה והגבלת אחריות

עבודה זו הוכנה על ידי גיזה זינגר אבן ייעוץ כלכלי ומימוני בע"מ (להלן: "ג'י.אס.אי") עבור חברת ג'נריישן קפיטל בע"מ (להלן: "ג'נריישן קפיטל" ו/או "מזמינת העבודה") לצורך הערכת שווי אחזקותיה בחברת בון תור בע"מ (להלן: "בון תור" ו/או "החברה"). פעילות החברה כוללת את פעילות ההיסעים של בון תור (להלן: "פעילות ההיסעים") ואת פעילות החברות המוחזקות: מטרופולין – תחבורה ציבורית בע"מ (להלן: "מטרופולין") ו-ב.ג. מוטורס (2017) בע"מ (להלן: "ב.ג. מוטורס") (להלן שלושתן ביחד: "החברות" ו/או "הפעילויות"), ליום 31 במרץ 2026 (להלן: "מועד העבודה" ו/או "מועד הערכת השווי").

העבודה תשמש את מזמינת העבודה לצרכי דיווח כספי בלבד ואין להעביר או לעשות בעבודה זו כל שימוש אחר, ללא קבלת אישורנו מראש ובכתב, למעט לרואי החשבון המבקרים של מזמינת העבודה.

לצורך הכנת העבודה, התבססנו על מצגים, תחזיות והסברים שקיבלנו ממזמינת העבודה ו/או ממי מטעמה (להלן: "המידע"). ג'י.אס.אי מניחה שמידע זה הוא מהימן ואינה מבצעת בדיקה עצמאית של המידע, כמו כן, לא בא לידיעתנו דבר העלול להצביע על חוסר סבירות. המידע לא נבדק באופן בלתי תלוי, ולפיכך העבודה המוגשת לכם אינה מהווה אימות לנכונות, לשלמות ולדיוק של מידע זה.

היה והמידע והנתונים עליהם הסתמכה ג'י.אס.אי אינם שלמים, מדויקים או מהימנים תוצאות עבודה זו עלולות להשתנות. אנו שומרים לעצמנו את הזכות לשוב ולעדכן את העבודה לאור נתונים חדשים שלא הובאו בפנינו. למען הסר ספק, עבודה זו תקפה למועד חתימתה בלבד.

עבודה זו אינה מהווה בדיקת נאותות ואינה באה במקומה. העבודה אינה כוללת ביקורת חשבונאית לגבי ההתאמה לכללי החשבונאות. ג'י.אס.אי אינה אחראית לאופן ההצגה החשבונאית של הדוחות הכספיים של החברה ולגבי דיוק ושלמות הנתונים ולהשלכות של אותה הצגה חשבונאית במידה וקיימות.

עבודה זו כוללת תיאור של עיקרי המתודולוגיה וההנחות ששימשו בהערכת השווי. התיאור מתייחס לנהלים המהותיים והעיקריים אותם יישמנו ואינו מהווה תיאור שלם ומפורט של הניתוח הכלכלי אותו ביצענו.

עבודה זו כוללת מידע צופה פני עתיד, כהגדרתו בחוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968, שנתקבל, בין היתר, מאת מזמינת העבודה. המידע מבוסס בחלקו על ידע קיים למועד העבודה, וכן על הנחות וציפיות שונות הנוגעות הן לחברה והן לגורמים חיצוניים רבים, לרבות מצב השוק, מתחרים פוטנציאליים ומצב המשק בכללותו. יודגש כי אין כל וודאות שהנחות וציפיות אלו יתממשו, באופן מלא או חלקי.

הערכה כלכלית אמורה לשקף בצורה סבירה והוגנת מצב נתון בזמן מסוים, על בסיס נתונים ידועים ותוך התייחסות להנחות יסוד ותחזיות שנאמדו. כמו כן, העבודה איננה מיועדת לקבוע את שווי החברה עבור משקיע ספציפי ואין בה משום ייעוץ או חוות דעת משפטית.

אנו מאשרים בזה כי אין לנו תלות במזמיני העבודה ו/או בחברה. כמו כן, שכר טרחתנו אינו תלוי בתוצאות הפעילות של החברה או כל פעולה עסקית הקשורה בחברה.

במסגרת התקשרות זו, מזמינת העבודה תשפה את ג'י.אס.אי בסכום מצרפי העולה על סכום שהוא פי שלוש משכר הטרחה אשר שולם לנו בפועל עבור עבודה זו, בגין כל טענה או תביעה אשר תופנה כלפינו, בהתאם למפורט בהסכם ההתקשרות.

ג'י.אס.אי וכל חברה הנשלטת על ידה במישרין ו/או בעקיפין וכן כל בעל שליטה, נושא משרה ועובד במי מהן, אינם אחראיים לכל נזק, אובדן הפסד או הוצאה מכל סוג שהוא, לרבות ישיר ו/או עקיף שייגרמו למי שמסתמך על האמור בעבודה זו כולה או חלקה.



הקדמה והגבלת אחריות

מקורות המידע

- דוחות כספיים של החברות לשנים 2019-2025 (סקורים ומבוקרים).
- מודל פיננסי של פעילות מטרופולין, שהועבר לנו על ידי החברה, המבוסס על תחזיות והנחות מטרופולין ארוכות הטווח.
- תחזיות והנחות מטעם הנהלת בון תור לפעילות ההיסעים לשנים 2026-2029 ולשנה הטרמינלית (שנת 2030).
- מכתב עקרונות וטיוטת הסכם משפטי לעסקה בין בעלי מניות ב.ג. מוטורס.
- הבהרות ונתונים נוספים שהועברו אלינו מטעם החברות ומזמינת העבודה על פי בקשתנו, כמפורט בגוף העבודה.
- שיחות ופגישות שניהלנו עם מזמינת העבודה, הנהלות החברות ונציגים מטעמן.
- חומר רקע ונתוני שוק, מתוך מידע גלוי המתפרסם באתרי אינטרנט, כתבות בעיתונות ומקורות פומביים אחרים.

עבודות כלכליות קודמות

- אנו מאשרים בזה כי אין לנו עניין אישי בחברה/בעלת השליטה בה. יצוין כי ג'י.אס.אי ביצעה הערכת שווי לקבוצת בון תור בשנים הקודמות, כמפורט להלן:

נושא העבודה	מועד ביצוע העבודה	שווי הון עצמי (אלפי ₪)
הערכת שווי בון תור (מאוחד)	יוני-25	1,251,005
	מרץ-24	1,111,029
	מרץ-23	1,098,073

פרטי החברה המעריכה

גיזה זינגר אבן ייעוץ כלכלי ומימוני בע"מ הינה חברה בת של חברת גיזה זינגר אבן בע"מ, אשר הינה פירמת ייעוץ פיננסי וبنקאות להשקעות מובילה בישראל. לפירמה ניסיון עשיר בליווי החברות הגדולות, ההפרטות הבולטות והעסקאות החשובות במשק הישראלי, אותו צברה במהלך שלושים שנות פעילותה. גיזה זינגר אבן פועלת בשלושה תחומים, באמצעות חטיבות עסקיות עצמאיות ובלתי תלויות: ייעוץ כלכלי; בנקאות להשקעות; מחקר אנליטי וממשל תאגידי.

העבודה בוצעה על ידי צוות בראשות גדי בארי, מנהל המחלקה הכלכלית ותחום מימון תאגידי ושותף בכיר בגיזה זינגר אבן. גדי בארי הינו מומחה ובעל ניסיון עשיר בתחומי מימון תאגידי וייעוץ פיננסי ומימוני. בעל תואר ראשון בכלכלה ותואר שני במנהל עסקים מאוניברסיטת ת"א.

בברכה,

גיזה זינגר אבן ייעוץ כלכלי ומימוני בע"מ

גיזה זינגר אבן ייעוץ כלכלי ומימוני בע"מ

25 במאי, 2026





תוכן עניינים

תמצית מנהלים

05

פרק א' – תיאור החברה והסביבה העסקית

12

פרק ב' – ניתוח דוחות כספיים

24

פרק ג' – הערכות השווי

34

נספחים

55



תמצית מנהלים

תמצית מנהלים

תמצית מנהלים – פעילות ההיסעים

תיאור תמציתי של החברה

- חברת בון תור נוסדה בשנת 1988. החברה עוסקת במתן שירותי הסעות במגוון כלי רכב. החברה מספקת פתרונות תחבורה ושירותי היסעים לחברות, רשויות ולגופים גדולים.
- החברה הינה חברת ההיסעים הגדולה ביותר בישראל. בתחום זה החברה מספקת שירותי הסעות ללקוחות כגון – משרדי ממשלה, עיריות ומועצות מקומיות, מוסדות ובתי חולים, מפעלים ותעשיות, גופי תיירות וכן לקוחות פרטיים.
- מרבית שירותי ההסעות ניתנים על בסיס מסלולים יום יומיים קבועים, מחזוריים ומתוכננים בקפידה, הניתנים ללקוחות קבועים (כדוגמת תאגידי עסקיים גדולים, רשויות מקומיות), שהתקשרו מול בון תור בהסכמים לתקופות של 3 עד 5 שנים לאחר זכייה בהליך מכרזי.
- שוק ההיסעים מתאפיין בריבוי שחקנים, המספקים שירותי הסעה מגוונים, לצרכים שונים ולמגוון רחב של קהלי יעד. מרבית השחקנים בשוק ממוקדים בפעילות באזור גאוגרפי מסוים. כאמור, בון תור הינה חברת ההיסעים המובילה בענף ובעלת פריסה ארצית וסניפים במרבית אזורי הארץ.
- יש לציין כי חלק ניכר מפעילות החברה מבוצע באמצעות קבלני משנה. זה נובע ממגמה רחבה בענף ההיסעים, של גידול בהיקף ההתקשרויות עם קבלני משנה. מגמה זו נובעת מהגמישות הרבה המאפיינת התקשרויות כאלו לעומת העסקת עובדים שכירים ומשיעורי רווחיות גבוהים יותר.
- בון תור פועלת לצמוח ולשפר את כיסוי השוק, בין היתר, באמצעות פעילות של מיזוגים ורכישות המאפשרים לה להמשיך למצות יתרות לגודל.

- החברה מראה גידול בהכנסות ושיפור בשיעורי הרווחיות לאורך השנים 2021-2025. שיעור הצמיחה הממוצעת השנתית המשוקללת ("CAGR") נאמד בכ-19%.

מתודולוגיה

- הערכת השווי הכלכלי של פעילות ההיסעים בוצעה באמצעות שיטת הוון תזרימי המזומנים הבלתי ממונפים (תזרים מזומנים לפני שירות חוב וריבית) (Unlevered Discounted Cash Flows) של הפעילות. תחזית תזרים המזומנים הינה במונחים נומינליים.
- שיטת הוון תזרימי המזומנים מבוססת על הערכת יכולתו של העסק/הנכס להפיק מזומנים. בהתאם לכך, שווי החברה הוערך באמצעות הוון תזרימי המזומנים הצפויים לנבוע ממנה בעתיד כאשר תזרימים אלו מהווים במחיר הון המשקף את הסיכון הגלום בפעילות החברה ואשר מבטא את התשואה אשר משקיע היה מצפה לקבל מעסק/נכס בעל סיכון דומה.
- לשווי הפעילות שהתקבל התווספו עודפי מזומנים ושווה מזומנים ונוכה דיבידנד שחולק במרץ 2026 – כך שהתקבל שווי ההון העצמי הכלכלי של החברה.

שיעור ההיוון

- שיעור ההיוון (WACC) אשר שימש להיוון תזרימי המזומנים נאמד בכ-10.4%.

שיעור האינפלציה

- שיעור האינפלציה החזויה אשר שימשה בתחזיות החברה הינה 2%.

תמצית מנהלים

תמצית מנהלים – פעילות ההיסעים

ממצאים

- בהתאם להנחות המפורטות בגוף העבודה, שווי ההון העצמי של פעילות ההיסעים נאמד בכ- 816 מ' ש' ליום 31 במרץ 2026, כמפורט להלן:
- להלן ניתוח רגישות לשווי ההון העצמי של פעילות בון תור ביחס לשינויים במחיר ההון המשוקלל ובשיעור הצמיחה הפרמננטית:

שיעור היוון - WACC						
11.40%	10.90%	10.40%	9.90%	9.40%		
589,588	637,490	691,854	754,085	826,029	3.00%	
633,543	687,646	749,580	821,179	904,901	3.50%	שיעור
683,438	745,072	816,326	899,645	998,380	4.00%	צמיחה
740,564	811,471	894,386	992,642	1,110,936	4.50%	פרמננטית
806,615	889,124	986,900	1,104,617	1,249,072	5.00%	

31/03/2026	אלפי ש"ח
10.40%	שיעור היוון – WACC ¹
4.00%	שיעור צמיחה פרמננטית
1,022,827	שווי תזרימים מהוונים
(15,727)	שווי אופציות פאנטום
1,007,100	שווי פעילות
(170,773)	חוב פיננסי, נטו
(20,000)	התאמת שווי עקב חלוקת דיבידנד ²
816,326	שווי הון עצמי

1. מחיר ההון העצמי (K_0) נאמד בכ-12.3%.

2. במרץ 2026 החברה חילקה דיבידנד בסך 20 מ' ש"ח.

תמצית מנהלים

תמצית מנהלים – מטרופולין

תיאור תמציתי של מטרופולין

- חברת מטרופולין - תחבורה ציבורית הוקמה בשנת 2000 וכיום הינה חברת בת של בון תור המוחזקת במלואה על ידה (100%). מטרופולין מפעילה כיום שירותי תחבורה ציבורית במסגרת זיכיונות של משרד התחבורה להפעלת אשכולות תחבורה ציבורית.
- מטרופולין מפעילה ארבעה אשכולות¹:
 - אשכול הנגב והדרום – הכולל קווי שירות בין ערי הנגב ומאזור הנגב למרכז הארץ.
 - אשכול השרון – הכולל קווי שירות עירוניים ובינעירוניים באזור השרון והמשולש.
 - אשכול שרון חולון מורחב (שח"מ) – הכולל קווי שירות בינעירוניים בנתניה, וכן קווים עירוניים ובינעירוניים באזור השרון וגוש דן.
 - אשכול אונגו-אלעד – הפעלת קווי תחבורה עירוניים ובינעירוניים בבקעת אונגו והעיר אלעד.

מתודולוגיה

- הערכת שווי מטרופולין בוצעה בשיטת הוון תזרים המזומנים הממונפים (Levered Discounted Cash Flows) לאור אופי הפעילות המצריך השקעות רבות בכל אשכול חדש בו זוכה מטרופולין, אשר חלקו הגדול ממומן באמצעות חוב הנפרס לפי צרכי פעילות האשכול.

- תחזית תזרים המזומנים של מטרופולין הוערכה בהתבסס על מודלים פיננסיים של החברה הכוללים תחזיותיה והנחותיה לתזרימי המזומנים שיתקבלו מארבעת האשכולות שהחברה מפעילה לאחר מימון. לצורך בחינת התזרימים, קיבלנו מהחברה תקציב לשנת 2026 של מטרופולין ומודל פיננסי מאוחד המבוסס על מודלים פיננסיים שנבנו עבור כל אחד מהאשכולות.

- תזרים המזומנים בתחזית הערכת השווי ושיעור ההיוון לתזרים הינם בערכים נומינליים.

שיעור ההיוון

- מחיר ההון (Ke) ששימש אותנו לצורך חישוב שווי הפעילות בשנות התחזית הינו כ-11.1%. מחיר ההון נאמד באמצעות שימוש במודל ה-CAPM (לחישוב שיעור התשואה הנדרשת על ההון העצמי של הפעילות). התוספת לשיעור ההיוון ששימשה אותנו לצורך חישוב השווי הטרמינלי הינה כ-2.0%, בהתאם להנחות שיפורטו בהמשך.



תמצית מנהלים

תמצית מנהלים – מטרופולין

ממצאים

- בהתאם להנחות המפורטות בגוף העבודה, שווי ההון העצמי של מטרופולין נאמד בכ- 713.7 מ' ש ליום 31 במרץ 2026, כמפורט להלן:

אלפי ש"ח		31/03/2026
שיעור היוון - Ke	11.1%	
שיעור היוון לפעילות הטרמינאלית - Ke	13.1%	
שווי הון עצמי אשכולות קיימים	504,191	
מזומן (31/12/2025)	74,052	
שווי בסיסי אשכולות קיימים	578,243	
תוספת חידוש אשכולות בגמר זיכיון	135,481	
שווי כולל חידוש אשכולות	713,724	

ניתוח רגישות

- להלן ניתוח רגישות לשווי ההון העצמי של פעילות מטרופולין ביחס לשינויים במחיר ההון ובתוספת לשיעור ההיוון לצורך השווי הטרמינלי:

שיעור היוון (Ke)					שיעור היוון תוספתי לשווי טרמינלי
12.10%	11.60%	11.10%	10.60%	10.10%	
691,916	721,162	753,276	788,650	827,743	
675,520	702,619	732,268	764,803	800,618	
660,999	686,223	713,724	743,794	776,771	
648,119	671,702	697,328	725,251	755,763	
636,680	658,822	682,807	708,855	737,219	

תמצית מנהלים

תמצית מנהלים – ב.ג מוטורס

תיאור תמציתי של החברה

- חברת ב.ג מוטורס הוקמה בשנת 2017 והינה חברה המוחזקת בשליטה משותפת עם שותף. החברה עוסקת בייבוא ובשיווק כלי רכב, בין היתר, רכבי היסעים, רכבים מסחריים ואוטובוסים חשמליים למגזר הפרטי והעסקי, לרבות ענף התחבורה הציבורית בישראל.
- ב.ג מוטורס מתמקדת בייבוא מקביל של מותגים איכותיים להיסעים והובלה ובייבוא ישיר של אוטובוסים חשמליים, מיניבוסים ומשאיות של המותגים GREE ו-KARASAN. בנוסף, החברה קיבלה זיכיון לייבוא ושיווק בארץ של משאיות היצרן הסיני FAW, שהינו אחד מיצרני הרכב הגדולים בסין.
- פעילות ב.ג מוטורס הינה פעילות סינרגטית עבור החברה המשמשת בין היתר הן את מטרופולין והן את פעילות ההיסעים. כיום, מכירת הרכבים המיובאים הינה בחלקה לצדדים שלישיים ובחלקה לבון תור ולמטרופולין. לפיכך, הפעילות בתחום זה מקנה לבון תור יתרון תחרותי בתחומי פעילותה.

מתודולוגיה

- הערכת שווי פעילות ב.ג מוטורס בוצעה על-פי הבנות לעסקה בין בעלי מניותיה הנוכחיים, במסגרתה תופרד פעילות ייבוא המשאיות ופעילות ייבוא האוטובוסים.
- העסקה צפויה להתבצע לפי שווי חברה של 35 מ' ש.

אלפי ש"ח	31/03/2026
שווי הון עצמי – לפי עסקה (100%)	35,000
שווי חלק בון תור (45%)	15,750



תמצית מנהלים

תמצית מנהלים – סיכום

ממצאים

- בהתאם להנחות המפורטות בגוף העבודה, שווי אחזקות ג'נריישן קפיטל בחברת בון תור נאמד בכ-1,169.6 מיליון ש"ח ליום 31 במרץ 2026. כמפורט להלן:

אלפי ש"ח	31/03/2026
פעילות ההיסעים (100%)	816,326
מטרופולין (100%)	713,724
ב.ג. מוטורס (45%)	15,750
שווי הון עצמי בון תור	1,545,800
שווי אחזקות ג'נריישן קפיטל בבון תור (75.66%)	1,169,553



פרק א' – תיאור החברה והסביבה העסקית

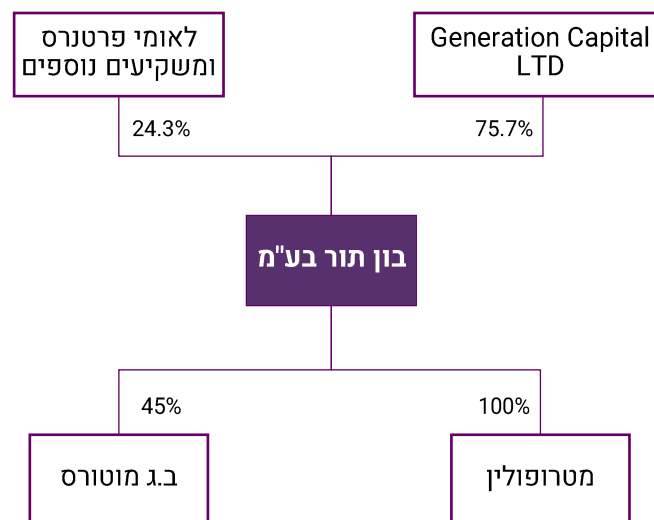
פרק א' – תיאור החברה והסביבה העסקית

תיאור חברת בון תור בע"מ

- חברת בון תור נוסדה בשנת 1988. החברה עוסקת במתן שירותי הסעות במגוון כלי רכב. החברה מספקת פתרונות תחבורה ושירותי היסעים להסעת המונים ולמגוון גדול מאוד של קהלים: ציבור הנוסעים בתחבורה ציבורית, חברות, מפעלים, גופים ציבוריים ומוסדיים גדולים, הסעות תלמידים, גופי בטחון וכו'.
- החברה פועלת בשלושה תחומי פעילות¹:
 - תחבורה ציבורית (להלן: "תח"צ") – פעילות המתבצעת באמצעות מטרופולין (100%). מטרופולין, חברת תחבורה ציבורית גדולה עם מיקוד באזור גוש דן והמרכז, פועלת בארבעה אשכולות – הנגב, שרון-חולון מרחבי, השרון ואנו-אלעד. נכון להיום מטרופולין מבצעת כ-96 מ' ק"מ נסיעות בהן היא מסיעה כ-70 מיליון נוסעים בשנה באמצעות כ-2,300 נהגים וכ-1,820 אוטובוסים.
 - היסעים – החברה היא הגדולה בישראל בתחום ההיסעים ומחזיקה ב-8 סניפים בפריסה ארצית (והחל מיוני 2026 יוקם סניף נוסף באיזור חיפה). בתחום זה החברה מספקת שירותי הסעות ללקוחות כגון – מפעלים ביטחוניים, בתי חולים, חברות הייטק, רשויות מקומיות, חברות ממשלתיות ולקוחות פרטיים מהגדולים במשק. כמו כן, החברה מפעילה מערכי נסיעות מיוחדים במסגרת פרויקטים לאומיים כגון: מכביה, הסעות מערך הביטחון ועוד. החברה מוגדרת כמפעל חיוני אשר נדרשת לספק שירותי הסעות גם במצבים ביטחוניים שונים.
 - ייבוא רכבי הסעות, אוטובוסים ומשאיות – פעילות המתבצעת על-ידי ב.ג. מוטורס (45%), הכוללת מכירות בשוק החופשי וכן פעילות סינרגטית המשמשת בין היתר הן את מטרופולין והן את פעילות ההיסעים.

1. דוח שנתי - ג'רנישן קפיטל - 2025

מבנה בעלות





פרק א' – תיאור החברה והסביבה העסקית

תיאור הסביבה העסקית

הסביבה המאקרו כלכלית בישראל

- על פי הלמ"ס, התמ"ג בישראל בשנת 2025 צמח בשיעור של 2.9%, בהמשך לעליה של 1% בשנת 2024.¹
- על פי תחזית בנק ישראל, שיעור צמיחת התוצר צפוי לעמוד על כ-3.8% בשנת 2026 וכ-5.5% בשנת 2027. תחזיות אלו מבוססות על ההנחה שסיום מבצע "שאגת הארי" צפוי לתמוך בהתאוששות מהירה בפעילות כבר במהלך הרבעון השני של 2026, וכן התחזית מניחה כי הלחימה בלבנון תוסיף להשפיע על הפעילות, בעיקר דרך המשך גיוס מילואים ומגבלות על פעילות בצפון.²
- לאחר כשנתיים בה ריבית בנק ישראל עמדה על 4.5%, בנובמבר 2025 בנק ישראל הוריד את הריבית לרמה של 4.25% ובינואר 2026 הוא הוריד עוד את הריבית ל-4.0%. כך שנכון למועד העבודה, ריבית בנק ישראל עומדת על שיעור של 4.0%. בהתאם לתחזיות בנק ישראל, ממוצע תחזיות פרטיות והתחזיות הנגזרות משוק ההון, ריבית בנק ישראל לרבעון הראשון של שנת 2027 צפויה לעמוד על שיעור של 3.5%-3.9%.
- על פי הלמ"ס, בחודש מרץ 2026 שיעור הבלתי מועסקים עמד על כ-2.5% מכלל כוח העבודה, וזאת לעומת שיעור של כ-2.7% בשנת 2025.³
- על-פי תחזית בנק ישראל, שיעור האבטלה החזוי בשנים 2026-2027 צפוי לעמוד על כ-4.5% ועל כ-3.4% בהתאמה.²
- האינפלציה בשנת 2025 הסתכמה לשיעור של 2.5%² וזאת לעומת שיעור של 3.4% בשנת 2024.

- על פי תחזית בנק ישראל, בשנים 2026-2027 שיעור האינפלציה צפוי לעמוד על כ-2.2% וכ-1.8% בהתאמה.
- בנובמבר 2024 הורידה S&P את דירוג מדינת ישראל ל-A בתחזית שלילית, בנובמבר 2025 התחזית שונתה ליציבה באותה רמת דירוג ובמאי 2026 דירוג זה אושרר.⁴
- בספטמבר 2024 הודיעה מודיס על הורדת דירוג אשראי מדינת ישראל ל-Baa1 בתחזית שלילית ובמרץ 2025 מודיס הותירה את הדירוג של מדינת ישראל על כנו. בינואר 2026 מודיס הודיעה כי היא משנה את תחזית הדירוג של מדינת ישראל ליציבה.⁵
- להלן טבלת משתני המאקרו לשנים 2024-2026:

פרמטר	2024	2025	תחזית 2026
שיעור צמיחת התמ"ג	2.0%	2.9%	3.8%
שיעור האינפלציה	3.4%	2.5%	2.2%
דירוג חוב ממשלתי לטווח הארוך	⁶ (Baa1)/(A)	⁶ (Baa1)/(A)	⁷ (Baa1)/(A)
ריבית בנק ישראל	⁶ 4.5%	⁶ 4.25%	⁷ 4.0%
שע"ח שקל-דולר	⁶ 3.647	⁶ 3.190	⁷ 3.165

6. נתונים ליום 31/12 לאותה שנה
7. נתונים ליום 31/03/2026

גילאי 15-65, נתונים ממויני עונתיות
4. מעלות S&P: דירוגי מדינות
5. MOODY'S – Israel - Moody's Ratings changes Israel's outlook to stable

1. חשבונות לאומיים: אומדן שני של שנת 2025, מרץ 2026.
2. תחזית המאקרו-כלכלית של חטיבת המחקר – בנק ישראל, מרץ 2026.
3. נתונים מסקר כוח אדם לחודש מרץ 2026; לוח 6 – אחוז הבלתי מועסקים. ממוצע שנתי.



פרק א' – תיאור החברה והסביבה העסקית

תחבורה בישראל - כללי

- בישראל ישנם נכון לסוף שנת 2025 כ- 4.35 מיליון כלי רכב מנועיים. מתוכם כ- 3.8 מיליון רכבים פרטיים, כ-26,000 אוטובוסים וכ-15,000 מיניבוסים¹.
 - בין השנים 2005-2025 מספר כלי הרכב צמח בכ- 106%, בקצב שנתי של כ-3.7%. מספר כלי הרכב הפרטיים צמח בכ-133% ובקצב שנתי של כ-4.3%, לעומת זאת, מספר האוטובוסים ומיניבוסים צמח בכ-47% ובקצב שנתי של כ-1.9% בתקופה זו¹.
 - הנסועה בכבישי ישראל בשנת 2024 הייתה כ- 67,500 מיליוני ק"מ. מאז שנת 2005 כמות הנסועה צמחה בכ-62%, בקצב שנתי של כ-2.6%. לעומת זאת, שטח הכבישים היה כ-200,000 אלפי קמ"ר, נתון שצמח בכ-43% בתקופה זו וכ-2% בשנה ואורך הכבישים היה 21,158 ק"מ, נתון שצמח בכ-20% בלבד מאז 2005, בקצב שנתי של 1% בלבד².
- מדד השוואתי – נסועה שנתית, מצבת כלי הרכב, אורך ושטח כבישים³**
-
- | שנה | מצבת כלי רכב | אורך כבישים | שטח כבישים | נסועה |
|------|--------------|-------------|------------|-------|
| 2000 | 100 | 100 | 100 | 100 |
| 2001 | 102 | 101 | 101 | 102 |
| 2002 | 105 | 102 | 102 | 105 |
| 2003 | 108 | 103 | 103 | 108 |
| 2004 | 112 | 104 | 104 | 112 |
| 2005 | 115 | 105 | 105 | 115 |
| 2006 | 118 | 106 | 106 | 118 |
| 2007 | 122 | 107 | 107 | 122 |
| 2008 | 125 | 108 | 108 | 125 |
| 2009 | 128 | 109 | 109 | 128 |
| 2010 | 132 | 110 | 110 | 132 |
| 2011 | 135 | 111 | 111 | 135 |
| 2012 | 138 | 112 | 112 | 138 |
| 2013 | 142 | 113 | 113 | 142 |
| 2014 | 145 | 114 | 114 | 145 |
| 2015 | 148 | 115 | 115 | 148 |
| 2016 | 152 | 116 | 116 | 152 |
| 2017 | 155 | 117 | 117 | 155 |
| 2018 | 158 | 118 | 118 | 158 |
| 2019 | 162 | 119 | 119 | 162 |
| 2020 | 165 | 120 | 120 | 165 |
| 2021 | 168 | 121 | 121 | 168 |
| 2022 | 172 | 122 | 122 | 172 |
| 2023 | 175 | 123 | 123 | 175 |
- רמת המינוע בישראל בשנת 2025 היה כ- 427 רכבים לכל 1,000 נפש². נתון זה נמוך בהשוואה לרמה הממוצעת בשנים האחרונות בקרב מדינות נבחרות ב-OECD (שנת 2024) – 763 רכבים לכל 1,000 נפש. רמת המינוע בישראל צמחה בקצב שנתי של כ-1.9% מאז שנת 2005. כיום, שיעור הרכבים הפרטיים הוא כ-87% מסך כלי הרכב, בעוד בתחילת שנות ה-2000 שיעורם היה בממוצע כ-47%⁴.
 - ההשקעה בתחבורה הציבורית במטרופולינים הגדולים בישראל נמוכה מאוד ביחס למטרופולינים מפותחים בעולם – בעוד בתל אביב, חיפה וירושלים ההשקעה במונחי דולר לנפש היא \$1,800, \$2,000, \$700 בהתאמה, בערים כמו מינכן - \$25,691, ברצלונה - \$17,558, ניו יורק - \$10,380, אמסטרדם - \$9,275 וערים רבות נוספות ההשקעה גבוהה יותר מפי 5 עד פי 10 מההשקעה בתל אביב⁵.
 - רמת הצפיפות בכבישים בישראל – הנמדדת כנסועה לק"מ כביש – גבוהה פי 3.5 מהממוצע במדינות ה-OECD. הצפיפות והגודש מיוחסים לפער שנוצר מעלייה ברמת המינוע לעומת קצב פיתוח הכבישים וכן מהיעדר מענה תשתיתי והיעדר פיתוח של תחבורה ציבורית⁵. צפיפות זו צפויה להחמיר יחד עם קצב צמיחת האוכלוסייה הגבוה (כ-1.8%) וההערכה כי הפער מה-OECD ברמת המינוע יצומצם, דבר הבא לידי ביטוי בקצב צמיחת כלי הרכב הפרטיים שהינו מעל 4% בשנה⁶.
 - עלות הגודש בכבישים כאחוז מהתמ"ג מוערך בכ-2% בישראל, לעומת מדינות מפותחות אחרות בהן עלות זו נאמדת בפחות מ-4.1%⁴. השפעת הגודש בכבישי ישראל ופגיעתו בכלכלה הינה משמעותית ומתבטאת באובדן תוצר בגין אובדן שעות עבודה ופנאי ובגין תאונות דרכים וזיהום אוויר. נזקי הגודש בכבישים לשנת 2040 עלולים להגיע לכדי כ-40 מיליארד ש"ח עד כ-70 מיליארד ש"ח בהיעדר טיפול בבעיה⁸.

1. הלמ"ס, רבעון לסטטיסטיקה של תחבורה מס' 1-2026 - לוח 38 - כלי רכב מנועיים לפי סוג
 2. כלי רכב מנועיים בישראל בשנת 2025
 3. הלמ"ס, תרשים 5 - נסועה שנתית, מצבת כלי הרכב, שטח הכבישים ואורך, 2000-2023

4. ריכוז נתונים מרכזיים בתחבורה ציבורית, הרשות הארצית לתחבורה ציבורית
 5. מרכז המחקר והמידע של הכנסת, הכדאיות הכלכלית של מיס המטרו במטרופולין תל אביב, Assessing incentives to reduce congestion in Israel - OECD 2109
 6.

7. תקציב המדינה הצעה לשנת כספים 2023-2024
 8. תיאור וניתוח הצעת תקציב משרד התחבורה לשנות הכספים 2021 ו-2022

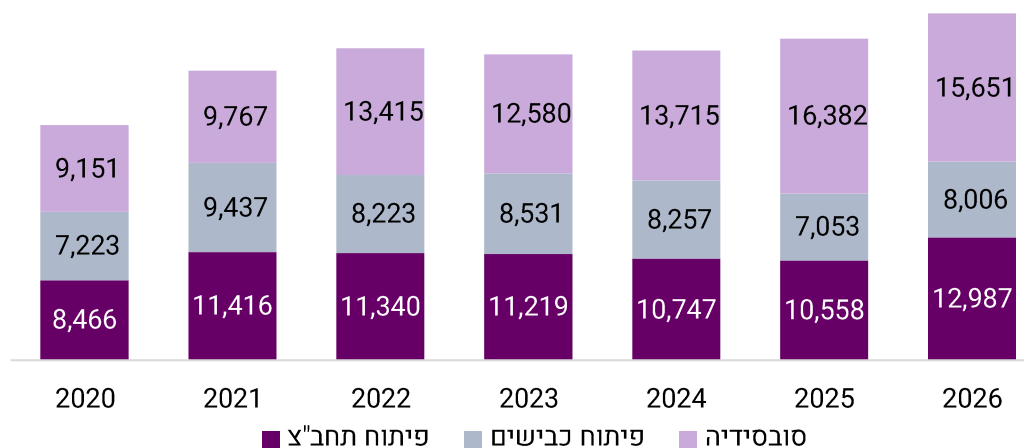
פרק א' – תיאור החברה והסביבה העסקית

תחבורה ציבורית - כללי

- על פי נייר מדיניות שהוכן ע"י מכון אהרן באוניברסיטת רייכמן – להשקעה ציבורית בפיתוח תשתיות תחבורה, ובראשם תשתיות תחבורה ציבורית ומערכות להסעת המונים צפויה השפעה מהותית על הפריון והתוצר ע"י הגדלות האפשרות להניע כמות גדולה של עובדים אל מרכזי התעסוקה תוך שהיא מאפשרת תנועה מהירה בתוך מרכזי העסקים¹. ה-OECD מציין שאגרות גודש בשילוב תחבורה ציבורית הן כלי אפקטיבי להפחתת גודש במרכזי הערים².
- ועדת הכלכלה קבעה בדוח קידום התחבורה הציבורית בישראל כי על מנת לקדם את השימוש בתחבורה ציבורית נדרש להשקיע בנתיבי העדפה לתחבורה ציבורית, להגדיל את כמות נהגי האוטובוסים ולהשלים תשתיות חסרות (חניונים תפעוליים לאוטובוסים)³.
- תקציב ההשקעות בפיתוח תח"צ גדל בין השנים 2020-2026 בכ-53% (7.4% בשנה) בעוד תקציב ההשקעות בכבישים גדל בכ-11% (1.7% בשנה) בלבד באותן שנים.
- הרחבת שירותי תחבורה ציבורית באמצעות אוטובוסים נחשב לפתרון זול יותר ביחס לפתרונות אחרים כגון הקמת תשתיות חדשות עבור רכבת קלה, מטרו וכדומה.
- עד לשנת 2001 שלטו בכ-95% מענף התחבורה הציבורית שני התאגידים - אגד - אגודה שיתופית לתחבורה ציבורית בע"מ (להלן: "אגד") ודן חברה תחבורה ציבורית בע"מ (להלן: "דן"). משרד התחבורה החליט כי ישנו צורך לפתוח את ענף התחבורה הציבורית לתחרות, זאת בשל ירידה מתמשכת בשירות התחבורה הציבורית, ירידה ברמת השירות וחוסר רצון לשפרו, עלויות גבוהות אשר הובילו לעליית תעריפי הנסיעה, כניסה מאסיבית של מפעילים בלתי חוקיים ועוד.

- לפיכך, יצא משרד התחבורה בתוכנית התחרות לשנים 2018-2030, שמטרתה העיקריות להגדיל את מספר הנוסעים בתחבורה ציבורית בקצב העולה על שיעור צמיחת האוכלוסייה, שיפור איכות הנסיעה ותעריפיה וייעול הענף. שאיפת משרד התחבורה בתום התוכנית הייתה להגיע למבנה המורכב ממפעילים גדולים, בינוניים וקטנים בעלי ניסיון ויכולת להפעלת קווי שירות ברמה גבוהה והצפי היה שכ-70% מכלל האשכולות במדינה צפויים לצאת למרכז תחרותי עד שנת 2030⁵. בפועל קצב פרסום המכרזים ביחס לקווי אגד ודן נמוך משמעותית. נכון למועד הערכת השווי, במסגרת הדיונים עם פורום מפעילי התח"צ אודות ההסדרה הענפית, משרד התחבורה הודיע שיבצע שינויים בתוכנית התחרות⁶.

תקציב התחבורה על פני השנים 2020-2026 (במיליוני ₪)⁴



1. מדיניות ההשקעות ציבוריות ורפורמות מבניות להעלאת הפריון והצמיחה במשק, מכון אהרן
2. Assessing incentives to reduce congestion in Israel - OECD 2109
3. דוח מסכם לסדרת ישיבות של ועדת הכלכלה בנושא תחבורה ציבורית בישראל - יולי 2018
4. עיקרי תקציב המדינה לשנת 2026
5. תוכנית התחרות ענף התחבורה הציבורית לשנים 2018-2030, משרד התחבורה
6. ע"פ מידע שנמסר ע"י הנהלת החברה

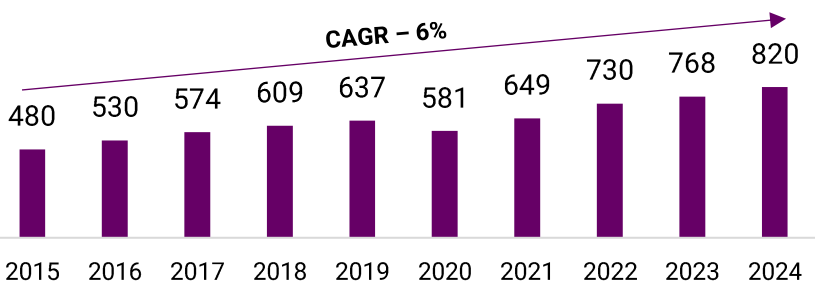


פרק א' – תיאור החברה והסביבה העסקית

תחבורה ציבורית - כללי

- התחבורה הציבורית באוטובוסים הינה אמצעי התחבורה הציבורי המרכזי במדינת ישראל. מוערך כי הסבסוד הממשלתי השנתי של פעילות זו הוא כ-11.3 מיליארד ש"ח בשנה ושמתבצעות כ-780 מיליון נסיעות נוסע בשנה ממוצעת, ע"י 28 מפעילי תח"צ¹.
- מספר השימושים השנתיים באוטובוסים בשנת 2023 היה מעל 721 מיליון, יותר מפי 10 מהשימוש ברכבות כ-65 מיליון בשנה, רכבת קלה – 44 מיליון ומטרונת בחיפה – כ-19 מיליון. מספר השימושים השנתיים באוטובוסים צמח בכ-10% בין השנים 2015 עד 2023².
- בשנת 2024 בוצעו נסיעות אוטובוסים בהיקף של כ-820 מיליון ק"מ, לעומת כ-768 מיליון ק"מ בשנת 2023, נתון שנמצא בקצב צמיחה שנתי של מעל 6% מאז שנת 2015³.
- נכון למאי 2026, ישנם בקרב מפעילי התח"צ כ-15,300 אוטובוסים, מתוכם כ-1,820 שייכים למטרופולין – הצי השלישי בגודלו לאחר אגד ודן. ישנם מעל ל-607 אלף מקומות ישיבה באוטובוסים⁴. מספר האוטובוסים צמח במעל 80% מאז 2015 וישנם מעל 3,000 קווי אוטובוס שונים².
- נכון לסוף רבעון 3 לשנת 2025 כלל ענף האוטובוסים 24,498 משרות שכיר לעומת 24,059 בסוף שנת 2024, והשכר הממוצע למשרת שכיר היה 12,453 ש"ח לחודש לעומת 11,757 ש"ח, בהתאמה. מספר נהגי האוטובוס צמח בכ-62% בין השנים 2016 עד Q3 2025³.
- מספר תחנות האוטובוס בין השנים 2015 ועד 2023 גדל בכ-3.5% בלבד, כאשר בשנת 2023 עמדו מספר תחנות האוטובוס בישראל על סך של כ-28,643². לעומת זאת אורך הכבישים ושטחם צמחו בכ-10.1% ו-17.5% בתקופה זו בהתאמה⁵.

ק"מ שירות שנתי באוטובוסים, מיליון ק"מ²



7. יעדי פיזור נסיעות לתנועה מקיימת ביישובים בישראל, משרד התחבורה, 2021
8. פרוגרמות לצירי העדפה עתידיים בישראל, משרד התחבורה 2022

4. ציי רכב אוטובוסים - Data Gov ריכוז נתונים מרכזיים בתחבורה ציבורית
5. הלמ"ס, תרשים 5 - נסועה שנתי, מצבת כלי הרכב, שטח הכבישים ואורכם, 2000-2023
6. הודעת דוברות משרד התחבורה, 18/04/2023

1. דו"ח בקרה חצי שנתי על פעילות מפעילי התחבורה הציבורית
2. ריכוז נתונים מרכזיים בתחבורה ציבורית, הרשות הארצית לתחבורה ציבורית
3. הלמ"ס - רבעון לסטטיסטיקה של תחבורה - מס' 1, 2026



פרק א' – תיאור החברה והסביבה העסקית

תחבורה ציבורית – כללי

- אשכול תחבורה ציבורית הינו פרויקט סגור הדומה במאפייניו לפרויקטי תשתית אחרים המבוצעים בשיתוף בין המדינה והמגזר הפרטי (PPP). הקמת אשכול נמשכת בדרך כלל כשנה ועשויה להתארך לעד כשנתיים, כתלות בגודל האשכול, מספר הפעילות להפעלה וכתלות בתשתיות הנדרשות להפעלתו.¹
 - הפעלת אשכול תחבורה ציבורית כרוכה בהשקעות הוניות משמעותיות הממומנות בעיקרן בחוב המגובה בשעבוד על הפרויקט. לאחר השלמת ההקמה מתחילה תקופת זיכיון של 10 עד 12 שנים המורכבת מתקופת בסיס ותקופות אופציה (10 שנים, עם אופציה של המדינה לשנה נוספת, במכרזים שפורסמו החל משנת 2020), במהלכה נהנית המפעילה מתזרימי מזומנים מהמדינה, המבוססים בעיקרם על קילומטרים מבוצעים (ולכן אינם תלויי ביקוש בעיקרם), על כמות התיקופים של הנוסעים ותמריצים נוספים. במסגרת המכרז משרד התחבורה מתווה את מפת הקווים ולוחות הזמנים והוא הגוף המשלם למפעילה הזוכה.¹
 - תנאי המכרזים מעניקים למפעילות הגנה מפני שינויים בעלויות ההפעלה. כגון שינויים במחירי הדלק והביטוח, וכן הגנה חלקית מפני עלייה בשכר הנהגים באמצעות הצמדת ההכנסות לסל הצמדות שנקבע במכרז, הכולל רכיבים שונים המשפיעים על עלויות הפעלת אשכולות התחבורה הציבורית ומעניק למפעילה הגנה מפני שינויים בעלויות. כמו כן, במסגרת תנאי המכרז קיים גם מנגנון שיפוי בגין מהירות הנסיעה, כך שירידה מתחת למהירות שמוגדרת במכרז מזכה את המפעיל בפיצוי כספי.¹
 - מכוח המכרזים נחתמים הסכמי הפעלה בין המדינה למפעילה הזוכה, כאשר הסכמים אלו מסדירים, בין היתר, את אזורי קווי האשכול, מסלול ותדירות הפעלתם, מדדים שונים שעל החברה לעמוד בהם, הפרות של הסכמי הזיכיון המקנים למדינה זכות להטלת קנסות ו/או לביטול ההסכם, מועדי סיום הזיכיון והתנאים למימוש אופציות הארכת הזיכיון.¹
- בתום חיי האשכול מוכרת המפעילה את האוטובוסים ששימשו להפעלתו, או מעבירה אותם לאשכולות חדשים.¹
- בשנים הראשונות להקמת אשכול, ביצועי האשכול נמוכים יותר ביחס לשנים האחרונות של האשכול וכי על-פני אורך חיי האשכול ישנו שיפור ביעילות ההפעלה, בין היתר מהסיבות הבאות: (א) היקף הוצאות המימון גבוה יותר בשנים הראשונות להפעלה; (ב) מודל הרחבות השירות אטרקטיבי יותר לאחר עדכון מפת הבסיס; (ג) ביצוע יעיל יותר של המפות וחיסכון בעלויות.¹ להלן טבלת אשכולות החברה:
- | שם האשכול | הנגב | שרון חולון (מרחבי שח"מ) | השרון | אונ-אלעד | סה"כ |
|--------------------------|----------|-------------------------|----------|----------|----------------|
| סטאטוס | פעיל | פעיל | פעיל | פעיל | |
| נוסעים בשנה ² | כ- 8 מ' | כ- 17.5 מ' | כ- 20 מ' | כ- 26 מ' | כ- 71.5 מיליון |
| ק"מ נסועה ² | כ- 33 מ' | כ- 23 מ' | כ- 18 מ' | כ- 21 מ' | כ- 96 מיליון |
| תחילת זיכיון | 2014 | 2018 | 2024 | 2023 | |
| סיום זיכיון ³ | 42030 | 42035 | 52037 | 52036 | |
- למטרופולין סניפים ועמדות מקומיות ברחבי הארץ, שנועדו לתמוך בפעילות האשכולות השונים ותפעולם, כאשר פריסתם משתנה בהתאם לאשכולות שבהפעלת מטרופולין ומפות הפריסה.¹
 - במונחי ק"מ נסועה, חברת מטרופולין היא חברת התח"צ השנייה בגודלה בישראל אחרי אגד, עם נסועה של קרוב ל-100 מיליון ק"מ בשנה.¹

1. המידע בשקף זה נמסר על-ידי הנהלת החברה.
2. תקציב לשנת 2026
3. התאריך כולל שנת הארכה להפעלת הזיכיון וכולל נתוני ההסדרה המסתמנת
4. צפי להארכת האשכול ב-4 שנים במסגרת ההסדרה הענפית
5. צפי להארכת האשכול ב-שנתיים במסגרת ההסדרה הענפית



פרק א' – תיאור החברה והסביבה העסקית

תחבורה ציבורית – קנסות וציון מפעיל, מס נסועה

קנסות וציון מפעיל

- בהתאם לתנאי המכרזים, אי עמידה ברמת ובתנאי השירות ואי עמידה בהוראות הסכם ההפעלה עשויים לחשוף את מטרופולין לקנסות מצד משרד התחבורה. הקנסות כוללים בין היתר, קנסות בגין אי ביצוע של נסיעות, לרבות איחורים, אי עמידה בתדירות הקו ולוחות זמנים וכיו"ב וכן קנסות בגין ליקויים שונים בשילוט, מערכות כרטוס, נסיעה לא זהירה, תחזוקה וכדומה.¹
- אחת לחציון משרד התחבורה מפרסם דו"ח בקרה על פעילות מפעילי התח"צ. בחציון השני של 2025 הציון של מטרופולין הסתכם בכ-64 נקודות (ירידה של כ-5 נקודות ביחס לחציון שקדם לו). כל ארבעת האשכולות של החברה נמצאים מתחת לממוצע הציונים הארצי.²
- להערכת מטרופולין, הציון הנמוך בדוחות האחרונים הושפע באופן משמעותי מהשלמת הקמת שני האשכולות החדשים שלה (אונו-אלעד והשרון החדש), שכן באופן טבעי בתקופת הקמה של אשכול (וביתר שאת שני אשכולות), רמת הביצועים והמדדים התפעוליים אינה מיטבית (J-Curve). על פי הערכות החברה עד לסוף שנת 2026, היא צופה כי ציון המפעיל שלה יעלה משמעותית ביחס לדוח האחרון וימקם אותה באזור ממוצע המפעילים ואף מעליו.³
- לציון המפעיל השלכות על החברה בשני מישורים – הראשון הוא פגיעה ברווח של החברה בדמות קנסות המוטלים ע"י משרד התחבורה על אי עמידה בתנאי השירות ובהוראות הסכם ההפעלה, כאמור לעיל. השני הוא פגיעה ביכולת של החברה לזכות במכרזים חדשים, כאשר המדדים התפעוליים הם בעלי משקל בבחירת הזוכים, וכן משמשים כתנאי למימוש תקופות האופציה באשכולות ע"י משרד התחבורה. עם זאת, לא ידוע על מקרה בו משרד התחבורה לא מימש את תקופת האופציה.⁴

מס נסועה (אגרות גודש)⁴

- כדי לטפל בעומס התחבורתי שהולך וגובר בארץ בכלל ובמטרופולין גוש דן בפרט, המדינה מתכננת להטיל אגרות גודש על נסועה במטרופולין גוש דן. התכנית צפויה לצאת לפועל החל משנת 2027.
- מודל המיסוי מתוכנן להתבסס על שלוש טבעות: חיצונית, אמצעית ופנימית, כאשר המיסוי על כניסה לכל אחת מהטבעות בשעות השיא של הבוקר יהיה 5 ש"ח, 10 ש"ח ו-10 ש"ח בהתאמה, ומחצית מהסכום בשעות השיא של הצהריים בחזור מכל אחת מהטבעות. התעריף יהיה כפול למשאיות, מחצית למוניות ופטור מלא לרוכבי רכב דו-גלגלי.
- הקנסות המדינה מהאגרות יושקעו בפיתוח תחבורה ציבורית.
- אגרות הגודש צפויות להסיט נהגים משימוש ברכבם הפרטי לעבר השימוש בתחבורה ציבורית, וכן להגביר את היעילות התפעולית בכלל ואת מהירות המסחרית בפרט בקרב מפעילי התח"צ באזור גוש דן. יצוין כי שלושה מאשכולות החברה – השרון, אונו-אלעד ושח"מ מרוכזים סביב אזור הטבעות המתוכננות לאגרות גודש.
- להערכת החברה, אגרות הגודש צפויות להגביר את השימוש בתחבורה ציבורית במטרופולין גוש דן בכ-8%. יצוין שלא הונחה עלייה במהירות הנסיעה, על אף הדוגמאות מהעולם שמראות שצפויה השפעה גם על פרמטר זה.

דוגמאות מהעולם להשפעות אגרות גודש

עיר	שימוש בתח"צ	גודש	מהירות נסיעה
לונדון	+33%	-30%	+38%
שטוקהולם	+5%	-20%-30%	+20%
ניו יורק	+13%	-13%	+18%

1. המידע על קנסות נמסר על ידי הנהלת החברה.
2. דו"ח בקרה חצי שנתי על פעילות מפעילי התחבורה הציבורית, חציון שני 2025.
3. ר' שקף 46 לפירוט מדדי הביצוע של החברה לשנת 2025 לעומת שנת 2024.
4. המידע על אגרות הגודש נמסר ע"י הנהלת החברה, בהסתמך על עבודה של חברת שלדור.

פרק א' – תיאור החברה והסביבה העסקית

הסדרה ענפית

הסדרה ענפית

- בימים אלו מתקיים תהליך הנמצא בשלביו הסופיים בין פורום מפעילות התחבורה הציבורית לבין משרד התחבורה להסדרה ענפית בענף התחבורה הציבורית. מטרת ההסדרה הענפית היא ייעול ושיפור השירות, לשפות את המפעילים על הבעיות המבניות בענף, ביניהן הירידה המתמשכת במהירות הנסיעה כתוצאה מעומסי תנועה, מחסור בנהגים, היקף תיקופי נסיעה נמוך ואתגרים תפעוליים נוספים אשר נובעים מאי התאמת תנאי הסכמי ההפעלה למצב התחבורה בפועל.

עיקרי מתווה ההסדרה הענפית העומדים על הפרק¹:

- הארכת זיכיונות לאשכולות - משך ההארכה המקסימאלי יעמוד על ארבע שנים, הארכה של שנתיים ואופציה לשנתיים נוספות, בכפוף לעמידה ביעדי התייעלות (10%) ודילול (5%) של חלק מהקווים במפות וברמת שירות מחייבת שתקבע על ידי הרשות.
- ככל והזיכיון לא יוארך כלל או יוארך באופן חלקי, הטבת הארכת ההסכם תומר באופן יחסי לערך הטבה כספי בשיעור של 7% מההכנסות השנתיות באשכול
- דילול הפעילות (הפחתת ק"מ) והסטה (הסטת ק"מ לקווים אחרים באשכול), לרבות שיפוי בגין דילול בשיעור של 40%
- שינוי תמהיל הכנסות המפעילות והגדלת רכיב החשיפה לכמות הנוסעים ליחס של 15%/85% לערך
- ביטול מנגנון עדכון המפות לאחר גידול של 25% במפת הבסיס
- שינוי בתעריף השולי לנוסע
- מתן רשת ביטחון למפעילות להגנה מפני ירידה בכמות הנוסעים בהתאם למנגנון שייקבע על ידי משרד התחבורה

- תהליך ההסדרה הענפית, אשר נמצא בשלבים סופיים ולקראת חתימה של משרד התחבורה והמפעילים, צפוי לייצר אופטימיזציה במפות הנסועה, התאמה בין הרכיב הקבוע לרכיב תלוי הביקוש וצפוי להיות מלווה בהארכת הסכמי הזיכיון או פיצוי חלקי הארכה. השלמת ההסדרה צפויה עד סוף מאי 2026.
- על פי המתווה שהועבר לידיה על ידי משרד התחבורה, צפוי כי אשכולות הנגב ושח"מ של החברה יוארכו בעד 4 שנים, ואשכולות אונו-אלעד והשרון יוארכו בעד שנתיים בתוספת פיצויים כספיים בגובה של פעמיים 7% ממקורות האשכולות בשנת 2024, פרוסים על פני יתרת תקופת ההפעלה.
- למתווה ההסדרה המסתמן השלכות מהותיות על החברה ותחזיותיה קדימה:
 - ❖ מח"מ התזרימים הצפויים מאשכולות התח"צ הנוכחיים יוארך (ככל והמנגנון שייקבע יהיה הארכת אשכולות כאמור) ומספק נראות תזרימית שאינה מסתמכת על זכייה במכרזים חדשים, עד שנת 2037.
 - ❖ בהתאם, החברה הגיעה לסיכום עם הבנקים המממנים על מנת להתאים את פריסת החוב הקיים שלה למח"מ המעודכן והמוארך של האשכולות, מהלך אשר לו השפעות בין היתר על מבנה ההון ועל הסכמות והתניות שונות הנוגעות בשינוי הסכמי המימון.

1. המידע בשקף זה נמסר עלידי הנהלת החברה.

פרק א' – תיאור החברה והסביבה העסקית

יתרונות השימוש בתחבורה ציבורית

- שימוש בתחבורה ציבורית מספר יתרונות, כפי שעולה מדו"ח מבקר המדינה¹. יתרונות אלו יתגברו ככל שתגבר ההשקעה בחינוך האוכלוסייה לשימוש בתחבורה ציבורית:
- הפחתת הגודש בכבישים – כאמור, הגידול במספר כלי הרכב יוצר עומס בכבישים המביאים לעלות משקית גבוהה – ירידה בפריון העבודה (זמן שהעובדים נמצאים בכבישים חלף עבודה), פגיעה בשרשראות אספקה, זיהום אוויר ופגיעה באיכות החיים של התושבים. הגדלת השימוש בתחבורה ציבורית תפחית תופעות שליליות אלה.
- קישור הפרברים למרכזי הפעילות – גידול האוכלוסייה והתכנסותה לערים מרכזיות מוביל לצפיפות והתייקרות מחירי הדירות ושכר הדירה בערים. תופעה זו מובילה לתהליך פרוור (מעבר לפרוורים) היוצר תלות ברכב פרטי, הארכת הנסיעות, גדילת תכיפותן והתייקרותן. תחבורה ציבורית יעילה מהפרוורים למרכזי הפעילות הכלכלית, תתרום להפחתת העומס בכבישים ותקצר את זמני הנסיעה.
- ייעול השימוש במרחבים – הגידול ברכבים פרטיים דורש מענה בשטחי חניה ומגדיל את השימוש בשטחים לרכבים שבמירב שעות היום אינם בשימוש. שטחי החניה נדרשים במקומות מגורים, במקומות עבודה, באזורי מסחר, במרכזי בילוי ובקרבת שירותים שונים, אלו גורמים לניצול לא מיטבי של קרקע יקרה. לא זו בלבד, ביצוע הרחבת כבישים על מנת להקל על העומסים הכבדים בדרכים המרכזיות מוביל גם הוא לבזבז שטחים.
- הפחתת השימוש באנרגיה ופגיעה בסביבה – כלי התחבורה מייצרים זיהום אוויר שמשמעותו פגיעה בריאותית ועלויות בגין הנזק הנגרם כתוצאה מהזיהום (תמותה מוקדמת, אשפוז, ימי מחלה). שימוש בתחבורה ציבורית מוביל להפחתה בזיהום האוויר בעצם הקטנת מספר כלי הרכב הנוסעים בכבישים, ובאופן אף יותר חד, מעבר לתחבורה ציבורית המונעת חשמל תפחית אף יותר את זיהום האוויר במרכזי הערים.
- שוויוניות והגברת הנגישות – תחבורה ציבורית היא אמצעי עיקרי בהנגשת מקומות עבודה, שירותים ציבוריים, אתרי מסחר ופנאי לכלל האוכלוסייה. אוכלוסיות חלשות נעזרות בה, וככל שהתחבורה הציבורית תהיה יעילה יותר, ייטיב הדבר עם האוכלוסיות החלשות ואף עשוי להפחית הוצאות של כלל המשק ולתרום לצמצום פערים.
- הפחתת יוקר המחיה – תחבורה ציבורית יעילה תאפשר צמצום בהוצאות משקי הבית על תחבורה ואף תשפר את איכות חייהם של התושבים.



פרק א' – תיאור החברה והסביבה העסקית

תחום ההיסעים

- בון תור היא חברת ההיסעים הגדולה בישראל. יחד עם צמיחה חזקה בשנים האחרונות, בון תור מפגינה יציבות תפעולית ואופטימיזציה בתפעול שמקבלים ביטוי גם בתוצאות הכספיות ובמגמת הרווחיות העולה וגם באמון לה היא זוכה מהלקוחות הקיימים שלה (בדרך של הארכה והרחבה של הפעילות עימם) ומלקוחות חדשים גדולים שגויסו בשנים האחרונות.
- תחום ההיסעים בישראל הינו תחום המבוסס על מתן שירותי הסעה פרטיים ללקוחות קבועים ומזדמנים. הלקוחות הקבועים הם מוסדיים ברובם, כגון מוסדות חינוך, משרדי ממשלה, רשויות מקומיות, תעשיות ביטחוניות, מפעלים, הסעות לגיל השלישי ולחולים, עסקים, חברות עתירות כוח אדם וכד', כאשר ההתקשרות עם מרביתם נעשית בדרך של מכרזים לתקופות של 3-5 שנים. לקוחות מזדמנים הם לרוב מבקשי שירות לטיולים (לרבות תיירים), אירועים ודומיהם.¹
- אופי פעילות התחום – חסמי הכניסה לתחום נמוכים, על כן מתחרים יכולים להתאפיין בצי של מספר רכבים בודדים ועד ציים עם מאות כלי רכב. במכרזים מסוימים ישנן דרישות סף המצמצמות את כמות המתמודדים, כגון היקף הכנסות מינימלי וכמות כלי רכב. כמו כן, בנוסף להפעלת רכבים בבעלות, ישנו שימוש רב בקבלני משנה קטנים המחזיקים ברכבים בודדים או תחנות מוניות וחברות היסעים במיקומים בהם אין כדאיות להחזיק צי רכב ייעודי או לחיזוק הצי הקיים. השימוש בקבלני משנה גדל לאור הצמיחה האורגנית בפעילות, הגמישות התפעולית בהפעלת קבלני משנה ולאור העובדה ששיעורי הרווחיות בדרך כלל גבוהים יותר.²
- שוק ההיסעים מאופיין בריבוי שחקנים (כ-470 חברות), אשר נותנים מענה לצרכנים השונים ומגוון רחב של קהלי יעד. עם זאת, מוערך ש-12 החברות הגדולות בענף מחזיקות בנתח שוק של כ-36%.³ על מתן שירותי היסעים לגופים גדולים מתחרה מספר מצומצם של חברות גדולות (בעלות למעלה מ-100 רכבי הסעה). התחרות מתבטאת, בין היתר, בתנאי סף הכוללים היקף הכנסות שנתיות, בדרישות לצי רכב גדול, מגוון וחדיש, ברמת אבזור הרכבים ואיכות התחזוקה, מספר הנהגים והכשרתם, טיב ורמת השירות ותמחור.³
- השחקנים הבולטים בענף, מלבד בון תור, הם בין היתר: אגד היסעים, מאיה תור, החברה לפיתוח גוש עציון, מסיעי אריה שאשא, אמנון מסילות, מוני סיטון, יונייטד טורס ומספר חברות נוספות.²
- להערכת בון תור פועלים בישראל כ-20 אלף נהגים באמצעות כ-18 אלף רכבי הסעה בגדלים שונים, בעלי קיבולת נוסעים של בין 8 ל-60 נוסעים.³ כ-51% מהאוטובוסים בענף הינם אוטובוסים עם מעל ל-20 מושבים והגיל הממוצע של אוטובוס בענף ההסעות הפרטיות הינו 6-5 שנים.²
- להערכת בון תור, הכנסות הענף צמחו בשנים האחרונות בשיעור שנתי של כ-4% לסדר גודל של כ-5.2 מיליארד ש"ח.³
- מוערך כי כ-70% מהנסיעות הקבועות, מקורן בזכייה במכרזים פומביים.² בבון תור היקף הנסיעות הקבועות עומד על כ-97% מסך הנסיעות.¹
- הרווח הגולמי הממוצע בענף מהווה כ-17%-14% מסך מחזור ההכנסות של החברות הפועלות בו, ואילו הרווח התפעולי הממוצע (לאחר הוצאות פחת) עומד על כ-6%-4%.²
- להלן הרכב ההוצאות העיקריות של שחקני הענף מהפעלת רכבי הסעות, כאשר באוטובוסים גדולים מרכיבי השכר נמוכים יותר והוצאות הפחת והדלק גבוהים יותר לעומת רכבים קטנים.²
- בשנים האחרונות חל גידול בהוצאות התפעוליות בענף, בין היתר בעקבות התייקרות במחירי האנרגיה לצד שיבושי לוגיסטיקה ואספקה, עלייה במחירי הרכבים ואחזקתם, עלייה במחירי הצמיגים ועלייה במחירי הביטוח. עם זאת, שחקני הענף מתקשים להעלות מחירים בקרב ההסעות הקבועות, ובמיוחד בתחום הסעות התלמידים. על אף האמור, בקרב ההסעות המזדמנות חלה עליית מחירים ממוצעת של כ-8%-10%.²

הוצאות	שיעור
שכר	32%-37%
דלק	25%-30%
פחת	20%-25%
אחזקה	8%-12%
ביטוח ורישוי	5%-8%



פרק א' – תיאור החברה והסביבה העסקית

תחום ההיסעים

פעילות ההיסעים של בון תור¹

- על-פי הערכות החברה, נתח השוק שלה בשנת 2025 נאמד בכ-10%,² זאת לאחר שהכנסות החברה צמחו בכ-20% בממוצע בשלוש השנים האחרונות. לצד הצמיחה החזקה, החברה מציגה שיפור מתמשך בשיעורי הרווחיות, כאשר היא נהנית מיתרונות לגודל ויכולת גבוהה לשימוש בקבלני משנה המקנים לחברה גמישות כמפורט להלן. החברה ממוצבת כנותנת שירות ברמה גבוהה עם מוניטין רב.
- לבון תור כ-230 כלי רכב קטנים ומיניבוסים וכ-88 אוטובוסים. תחלופת כלי הרכב הקטנים מתבצעת בכל 5-6 שנים ובאוטובוסים כל כ-8 שנים. חלק מרכישות הרכבים מתבצעות מב.ג. מוטורס.²
- בון תור מעסיקה כ-300 נהגים שכירים הנוהגים ברכבים בבעלותה. בנוסף, החברה מפעילה מאות רכבים תחת רישיון ההפעלה שלה באמצעות קבלני משנה, כאשר עלויות שכר הנהג, עלויות רכישת ואחזקת הרכב, הדלק והרישוי הן באחריות קבלן המשנה.²
- עיקר הפעילות של בון תור היא בהתקשרויות קבועות, אשר מרביתן נקבעות בהליכים תחרותיים עם חסמי כניסה מפני מתחרים קטנים כאשר דרישות הסף לרוב מתמקדות בהיקף הכנסות ומספר כלי רכב מינימליים. בין הלקוחות נמנים חברות וגופים גדולים במשק, בין היתר בתחום התעשייה הביטחונית, רשויות מקומיות וממשלתיות וחברות פרטיות. לחברה אין תלות בלקוח בודד.²
- 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 (ומקימה כיום סניף נוסף בחיפה) המקבלים תמיכה מהמטה המרכזי אשר מאפשרים מתן שירותים באזורים נרחבים ברחבי הארץ לצד היכולת לרכז את כלל שירותי ההסעה תחת קורת גג אחת, ובכך מהווים מנוע צמיחה לחברה. הסניפים מקבלים תמיכה שוטפת מהנהלת החברה, אשר גם מבצעת מהלכים חוצי ארגון.²

- לחברה שני אפיקי צמיחה: האפיק הראשון הוא צמיחה אורגנית הנעשית באמצעות התקשרויות חדשות, הנתמכות בפעולות שיווק ומכירות, ניהול סניפי והשתתפות במכרזים תוך שיפור הפריסה הגיאוגרפית.²
- אפיק הצמיחה השני הוא באמצעות פעילות של מיזוגים ורכישות המאפשרות ניצול סיnergיות ומינוף הרכישה, כאשר בדרך כלל רכישה נעשית על מנת להקים סניפים חדשים באזורים גיאוגרפיים אליהם בון תור טרם חדרה. יצוין כי בשנת 2024 בון תור ביצעה רכישה של פעילות ההיסעים והמשא של עומר טל היסעים ונכסים בע"מ הפעילה בנוף הגליל ובאזור הצפון עם הכנסות שנתיות בהיקף של כ-40 מ' ש, עלות הרכישה הייתה כ-21 מ' ש.²
- השפעת מלחמת חרבות ברזל ומבצע "שאגת הארי": היקף פעילות ההיסעים בבון תור חזר לרמתו טרם המלחמה, ואף רשם גידול משמעותי בפעילות מול גופים ביטחוניים.² למבצע "שאגת הארי" הייתה השפעה קצרת טווח על פעילות החברה. מיד עם הפסקת האש, החברה חזרה לפעילות מלאה.
- סיכונים ספציפיים לפעילות ההיסעים (מידת הסיכון): מצב בטחוני/מדיני (בינוני) – במקרה של החמרה במצב הבטחוני עלול להיות צמצום פעילות עד השבתה של המשק דבר העשוי לצמצם את פעילות ההיסעים, אולם השפעה זו ממותנת באמצעות התקשרויות קבועות עם מפעלים חיוניים. מחסור בנהגים (גבוה) – בענף התח"צ וההיסעים קיים מחסור מתמשך בנהגים ותחלופה גבוהה בנהגים הקיימים, בעקבות אורך ההכשרה והשחיקה הגבוהה של הנהגים. החמרת המצב עשוי להגדיל את עלויות השכר או להקשות על החברה לעמוד בהתחייבויותיה. עומס בכבישים (בינוני) – העומס ההולך והגובר בכבישי ישראל מאט את מהירות הנסיעה ופוגע ביעילות התפעולית, בון תור מתאימה את ההתקשרויות עם לקוחותיה בהתאם. אי חידוש התקשרויות (בינוני) – אי חידוש התקשרויות בהיקף נרחב עלול לגרום ירידה בהיקף הפעילות, עם זאת אין לחברה תלות בלקוח בודד.^{2,3}

1. בשקף מופיע מידע שהועבר לידינו ע"י הנהלת החברה

2. דוח שנתי-גלריישן קפיטל – 2025

3. לפירוט אודות סיכונים נוספים, יש לעיין בדוח הכספי השנתי של גלריישן קפיטל



פרק ב' – ניתוח דוחות כספיים



פרק ב' – ניתוח דוחות כספיים

פעילות ההיסעים

נכסי מאזן (סולו) ¹

אלפי ₪	2022	2023	2024	2025
מזומנים ושווי מזומנים	45,652	49,797	27,823	59,307
לקוחות	56,847	52,119	60,885	61,300
חייבים ויתרות חובה	2,135	6,521	32,651	17,179
רכוש קבוע המיועד למימוש	-	-	-	-
סך נכסים שוטפים	104,634	108,438	121,359	137,786
פיקדונות מוגבלים בבנקים לז"א	254	266	278	-
חייבים ויתרות חובה לזמן ארוך	815	756	564	1,147
השקעות בחברות	184,497	273,708	196,295	326,419
נכסים בלתי מוחשיים, נטו	29,422	28,462	48,100	45,744
רכוש קבוע, נטו	64,462	61,948	69,710	82,543
יעודה לפיצויים, נטו	-	-	-	-
סך נכסים לא שוטפים	279,450	365,140	314,947	455,852
סך נכסים	384,085	473,578	436,307	593,638

שינויים במהלך 2025

- השקעות בחברות – הגידול בסעיף זה נובע מהגידול בהון העצמי של מטרופולין במהלך שנת 2025.



פרק ב' – ניתוח דוחות כספיים

פעילות ההיסעים

התחייבויות מאזן והון עצמי (סולו) ¹

אלפי ₪	2022	2023	2024	2025
הלוואות לזמן קצר וחלויות שוטפות	51,724	52,519	28,171	41,387
ספקים ונותני שירות	89,268	86,417	104,481	122,832
זכאים ויתרות זכות	18,819	19,073	29,601	30,128
סך התחייבויות שוטפות	159,811	158,008	162,253	194,347
התחייבויות לזמן ארוך לתאגידים בנקאיים	104,468	141,753	154,592	188,823
הלוואות בעלים	-	-	-	-
התחייבויות לזמן ארוך	-	-	4,057	4,581
מסים נדחים	8,504	7,526	4,375	5,831
עתודה לסיום יחסי עובד-מעביד, נטו	207	324	294	338
סך התחייבויות לא שוטפות	113,179	149,604	163,318	199,572
סך הון עצמי	111,095	165,967	110,736	199,719
סך התחייבויות והון	384,085	473,578	436,307	593,638

שינויים במהלך 2025

- **התחייבויות לזמן ארוך לתאגידים בנקאיים:** הגידול בסעיף בשנת 2025 נבע ברובו מנטילת מימון לצורך הזרמה של 68 מ' ₪ למטרופולין בגין התחייבות למממנים של מטרופולין בגין העמדת הון עצמי להקמה של אשכול השרון.
- **ספקים ונותני שירות:** הגידול בסעיף בשנת 2025 מוסבר ע"י גידול במחזור החברה. שיעור הספקים מהמחזור תואם את הממוצע הרב שנתי של החברה.
- **הון עצמי** – הגידול בהון העצמי נובע ברובו מרווח נקי של מטרופולין ובון תור בשנת 2025.



פרק ב' – ניתוח דוחות כספיים

פעילות ההיסעים

הון חוזר¹

אלפי ש"ח	2022	2023	2024	2025
לקוחות	56,847	52,119	60,885	61,300
חייבים ויתרות חובה	1,830	3,917	2,684	5,971
חייבים לזמן ארוך	635	649	286	875
ספקים	89,268	86,417	104,481	122,832
זכאים ויתרות זכות	15,664	15,855	19,787	18,242
הון חוזר, נטו	(45,620)	(45,586)	(60,414)	(72,928)

- שיעור ההון החוזר הממוצע של החברה (מתוך סך ההכנסות) בשנים 2019-2025, בנטרול שנת 2020, הינו שלילי ועמד על כ-13.2%.
- יצוין כי מסעיף זכאים בשנת 2024 נטרלו כ-7,609 אלפי ש"ח ובשנת 2025 כ-11,886 אלפי ש"ח שנזקפים להתחייבויות בגין מענקי פאנטום לעובדים.

חוב פיננסי, נטו¹

אלפי ש"ח	2022	2023	2024	2025
מזומנים ושווי מזומנים	(45,652)	(49,797)	(27,823)	(59,307)
פקדונות מוגבלים בבנקים לז"א	(254)	(266)	(278)	-
פקדונות (חייבים ויתרות חובה)	(63)	(172)	(84)	(130)
צדדים קשורים	3,155	3,218	1,936	-
הלוואות לזמן קצר וחלויות שוטפות	51,724	52,519	28,171	41,387
התחייבויות ז"א לתאגידים בנקאיים	104,468	141,753	154,592	188,823
סך חוב פיננסי, נטו	112,956	144,715	164,123	170,773



פרק ב' – ניתוח דוחות כספיים

פעילות ההיסעים

רווח והפסד¹

אלפי ₪	2022	2023	2024 ²	2025 ²
הכנסות	331,656	363,106	420,723	498,203
YOY	34.5%	9.5%	15.9%	18.4%
הוצאות הפעלה	(277,665)	(300,927)	(342,108)	(405,460)
רווח גולמי	53,991	62,179	78,615	92,743
% מההכנסות	16.3%	17.1%	18.7%	18.6%
הוצאות הנהלה וכלליות	(20,038)	(23,972)	(32,821)	(37,877)
% מההכנסות	6.0%	6.6%	7.8%	7.6%
רווח תפעולי	33,953	38,207	45,795	54,866
% מההכנסות	10.2%	10.5%	10.9%	11.0%
פחת והפחתות	14,393	13,914	15,076	17,787
EBITDA	48,346	52,121	60,871	72,653
% מההכנסות	14.6%	14.4%	14.5%	14.6%
הכנסות (הוצאות) אחרות	(3,852)	(1,678)	(2,241)	(459)
הכנסות לפני מימון	30,101	36,529	43,554	54,407
% מההכנסות	9.1%	10.1%	10.4%	10.9%
הכנסות (הוצאות) מימון, נטו	(3,864)	(7,017)	(8,155)	(7,971)
רווח לפני מס	26,237	29,512	35,399	46,436
מיסים על ההכנסה	(6,406)	(6,617)	(7,457)	(10,452)
רווח (הפסד) נקי	19,831	22,895	27,942	35,984
% מההכנסות	6.0%	6.3%	6.6%	7.2%

- **הכנסות:** הגידול בהכנסות נובע מצמיחה אורגנית בפעילות, המיוחסת להתקשרויות בחוזים עם לקוחות חדשים וכן לגידול והרחבות בהתקשרויות עם לקוחות קיימים וכן לרכישת פעילות קיימת
- **הוצאות הנהלה וכלליות:** יצוין כי שיעור הוצאות הנהלה וכלליות בשנים 2024 ו-2025 גדל עקב הכרה בהוצאה בגין מענקי פאנטום לעובדים, אשר טרם מומשו, בהיקף של כ-10 מיליון ₪ ו-12 מיליון ₪, בהתאמה.

1. על פי תקינת דיווח כספי ישראלית

2. קיים פער בין הנתונים לעיל לבין המוצג בשקף 41 – המידע לעיל תואם לדוחות הסולו לפני התאמות לתזרים מזומנים כמפורט בשקף 41



פרק ב' – ניתוח דוחות כספיים

מטרופולין

נכסי מאזן¹

אלפי ש"ח	2022	2023	2024	2025
מזומנים ושווי מזומנים	137,926	208,097	34,266	74,052
לקוחות	25,823	137,709	147,822	130,756
חייבים ויתרות חובה	43,951	72,000	54,966	52,187
סך נכסים שוטפים	207,700	417,806	237,054	256,995
רכוש קבוע, נטו	378,101	882,759	1,034,284	919,711
נכסים בלתי מוחשיים	-	899	739	579
נכס זכות שימוש	227,821	234,307	336,212	278,546
חייבים לזמן ארוך	-	-	-	190,845
חייבים אחרים	9,185	11,155	12,340	17,568
הוצאות נדחות	485,667	955,183	940,744	852,290
סך נכסים לא שוטפים	1,100,774	2,084,303	2,324,319	2,259,539
סך נכסים	1,308,474	2,502,109	2,561,373	2,516,534

- **חייבים לזמן ארוך:** בשנת 2025 סעיף זה נרשם בגין הכרה בשווי הטבות ההסדרה הענפית אשר נזקפו לפיצוי על נזקי עבר. הנכס יופחת לאורך תקופת הזיכיון.
- **הוצאות נדחות:** סעיף זה מייצג את התמלוגים שהחברה שילמה למדינה בגין אשכולותיה. השינוי בשנת 2025 נובע בגין פחת חשבונאי.



פרק ב' – ניתוח דוחות כספיים

מטרופולין

התחייבויות מאזן והון עצמי¹

אלפי ש"ח	2022	2023	2024	2025
חלות שוטפת של התחייבויות בגין חכירה	46,610	52,089	70,886	63,818
התחייבויות בגין תמלוגים למדינה לז"ק	-	74,916	151,992	158,073
אשראי לזמן קצר	104,618	364,041	351,453	387,577
ספקים ונותני שירות	104,386	121,391	143,668	160,624
נגזרים פיננסיים	-	668	-	-
זכאים ויתרות זכות	48,151	53,812	75,261	76,437
סך התחייבויות שוטפות	303,765	666,917	793,260	846,529
התחייבויות בגין חכירה	183,550	186,426	273,489	227,814
התחייבויות בגין תמלוגים למדינה לז"א	-	367,268	166,933	13,267
הלוואות לזמן ארוך מבנקים	676,555	1,043,567	1,189,547	1,139,861
מסים נדחים	37,607	46,521	21,584	42,248
הלוואה מבעל מניות	-	35,000	35,000	103,500
התחייבויות בשל סיום יחסי עובד מעביד, נטו	1,793	2,485	3,048	3,719
סך התחייבויות לא שוטפות	899,505	1,681,267	1,689,601	1,530,409
סך הון עצמי	105,204	153,925	78,512	139,596
סך התחייבויות והון	1,308,474	2,502,109	2,561,373	2,516,534

- **התחייבויות בגין תמלוגים לז"א:** השינוי בסעיפים נובע מתשלום חלק מהתמלוגים למדינה בגין אשכול השרון, ומעבר של חלק מההתחייבות מז"א לז"ק. בשנת 2026 מטרופולין אמורה להשלים את פעימת התשלום האחרון של התמלוגים למדינה בגין אשכול השרון.
- **הלוואה מבעל מניות:** הגידול בסעיף זה נובע מהלוואת בעלים שניתנה מבון תור ע"ס 68 מ' ש, בגין העמדת ההון העצמי להקמת אשכול השרון.
- **הון עצמי:** הגידול בהון העצמי בשנת 2025 נובע מרווח נקי של מטרופולין.



פרק ב' – ניתוח דוחות כספיים

מטרופולין

הון חוזר¹

אלפי ש	2022	2023	2024	2025
לקוחות	25,823	137,709	147,822	130,756
חייבים ויתרות חובה	43,951	72,000	54,966	52,187
נכסי הון חוזר	69,774	209,709	202,788	182,943
ספקים ונותני שירות	104,386	121,391	143,668	160,624
זכאים ויתרות זכות	48,151	53,812	75,261	76,437
מסים נדחים	37,607	46,521	21,584	42,248
התחייבויות הון חוזר	(190,144)	(221,724)	(240,513)	(279,309)
הון חוזר, נטו	(120,370)	(12,015)	(37,725)	(96,366)

חוב פיננסי, נטו¹

אלפי ש	2022	2023	2024	2025
מזומנים ושווי מזומנים	137,926	208,097	34,266	74,052
אשראי לזמן קצר	104,618	364,041	351,453	387,577
נגזרים פיננסיים	-	668	-	-
הלוואות לזמן ארוך מבנקים	676,555	1,043,567	1,189,547	1,139,861
הלוואה מבעל מניות	-	35,000	35,000	103,500
התחייבות בשל סיום יחסי עובד מעביד, נטו	1,793	2,485	3,048	3,719
חוב פיננסי, נטו	(645,040)	(1,237,664)	(1,544,782)	(1,560,605)

- יתרת ההון החוזר בשנים 2023 ו-2024 נמוכה באופן יחסי לאור הפרשי עיתוי של התקבולים מהמדינה בין תאריכי החתך. בשנת 2025 ההון החוזר במגמת חזרה לשיעורים ההיסטוריים של ההון החוזר.
- מטרופולין פועלת תחת הון חוזר שלילי כאשר שיעורו מסך ההכנסות עומד על כ-6% במוצע בשבע השנים האחרונות.



פרק ב' – ניתוח דוחות כספיים

מטרופולין

רווח והפסד¹

אלפי ש"ח	2022	2023	2024	2025
הכנסות	935,968	1,082,420	1,403,188	1,739,118
YOY	12.9%	15.6%	29.6%	23.9%
הוצאות תפעול ואחזקה	(793,882)	(952,415)	(1,265,715)	(1,382,106)
רווח גולמי	142,086	130,005	137,473	357,012
% מההכנסות	15.2%	12.0%	9.8%	20.5%
הוצאות מנהליות	(53,589)	(64,619)	(74,755)	(73,054)
הפחתה של הוצאות נדחות	(9,768)	(19,876)	(72,313)	(97,161)
הכנסות (הוצאות) אחרות	(4,412)	(1,345)	1,049	105
רווח תפעולי	74,317	44,165	(8,546)	186,902
% מההכנסות	7.9%	4.1%	-0.6%	10.7%
פחת והוצאות נדחות	130,811	158,820	267,054	209,604
EBITDA ²	205,128	202,985	258,508	396,506
% מההכנסות	21.9%	18.8%	18.4%	22.8%
הכנסות (הוצאות) מימון, נטו	(14,612)	16,498	(86,398)	(105,067)
רווח לפני מס	59,705	60,663	(94,944)	81,835
הטבת מס (מיסים על הכנסה)	(14,036)	(11,754)	19,471	(20,684)
רווח (הפסד) נקי	45,669	48,909	(75,473)	61,151
% מההכנסות	4.9%	4.5%	-5.4%	3.5%

- **הכנסות:** הגידול בהכנסות נובע מהרחבות שירות אשר בוצעו באשכולות הקיימים לצד הפעלה מלאה של אשכולות אונו-אלעד והשרון, והתייצבות פעילותן. בשנת 2025 החברה הכירה בהכנסה חשבונאית בגובה כ- 190 מ' ש"ח בגין ההסדרה הענפית.
- **רווח תפעולי:** המעבר לרווח תפעולי בשנת 2025 נובע בין היתר מהתבססות והתייצבות אשכולות אונו-אלעד והשרון, לצד התייעלות תפעולית וניצול יתרונות לגודל ע"י החברה.
- **הוצאות מימון:** הגידול בהוצ' המימון נובע מהמשך מימון ההצטיידות ותשלומי פעימות התמלוגים למדינה בגין האשכולות החדשים

1. על פי תקינת דיווח כספי בינלאומי (IFRS)

2. הפער ב-EBITDA לעומת המדווח בדיווחי קרן ג'נריישן נובע מהתאמות נוספות של רווחי הון ותגמול הוני



פרק ב' – ניתוח דוחות כספיים

בון תור (מאוחד)

רווח והפסד¹

אלפי ₪	2025	2024	2023	2022
הכנסות	2,154,916	1,772,210	1,389,405	1,248,485
YOY	21.6%	27.6%	11.3%	34.9%
הוצאות הפעלה	(1,683,410)	(1,531,593)	(1,168,294)	(1,012,139)
רווח גולמי	471,506	240,617	221,111	236,346
% מההכנסות	21.9%	13.6%	15.9%	18.9%
הוצאות מכירה ושיווק	(116,619)	(91,770)	(39,337)	(64,994)
הוצאות הנהלה וכלליות	(117,797)	(108,486)	(93,354)	(79,743)
רווח תפעולי	237,090	40,361	88,420	91,609
% מההכנסות	11.0%	2.3%	6.4%	7.3%
הכנסות (הוצאות) אחרות	21	(1,003)	(769)	12,501
הכנסות לפני מימון	237,111	39,358	87,651	104,110
% מההכנסות	11.0%	2.2%	6.3%	8.3%
הכנסות (הוצאות) מימון, נטו	(118,642)	(96,135)	10,569	(12,488)
חלק החברה ברווח חברה מוחזקת	(583)	(5,203)	(2,908)	(515)
רווח לפני מס	117,886	(61,980)	95,312	91,107
הטבת מס (מיסים על הכנסה)	(28,831)	11,334	(20,160)	(19,634)
רווח (הפסד) נקי	89,055	(50,646)	75,152	71,473
% מההכנסות	4.1%	2.9%-	5.4%	5.7%

1. על פי תקינת דיווח כספי בינלאומי (IFRS)



פרק ג' – הערכות השווי

פרק ג' – הערכות השווי

מתודולוגיה

גישות הערכת שווי כלכלי של חברות

- ישנן שלוש גישות מקובלות להערכת שווי כלכלי של עסקים וחברות:
 - **גישת השוק:** ע"פ גישה זו, השווי ההוגן של החברה נאמד באמצעות השוואה בין פרמטרים חשבונאיים ותפעוליים של החברה נשואת ההערכה לבין אותם פרמטרים בחברות ציבוריות ברות השוואה וכן על ניתוח של עסקאות דומות בענף. ההשוואה נעשית תוך שימוש במכפילים, המבטאים את היחס בין השווי של חברות ההשוואה לבין פרמטר חשבונאי או תפעולי נבחר, תוך ביצוע התאמות, ככל שנדרש, בהתאם להבדלים בין החברה המוערכת לחברות ההשוואה.
 - **גישת העלות:** ע"פ גישה זו, השווי ההוגן של החברה נאמד בהתבסס על עלות שיחלופו בנכס חדש. ההנחה המרכזית העומדת בבסיס גישה זו הינה, כי משקיע רציונאלי לא ירכוש נכס קיים במחיר הגבוה מהעלות הכרוכה ביצירת נכס בר השוואה.
 - **גישת ההכנסות:** ע"פ גישה זו, השווי ההוגן של החברה נאמד באמצעות היות תזרימי המזומנים (DCF), אשר החברה צפויה להפיק בעתיד. לצורך יישום שיטה זו, יש לאמוד את תחזית המכירות וההוצאות (עלות המכר, הנה"כ, שיווק ומכירה, הכנסות/הוצאות אחרות, מיסים וכדומה) הצפויים לנבוע מהעסק/הנכס, לרבות תחזית ההשקעות והתאמות נוספות לתזרים המזומנים (כגון פחת, קיזוז הכנסות מראש ושינויים בהון חוזר). היות תזרימי המזומנים הבלתי ממונפים הינה השיטה המקובלת בתורת המימון לצורך הערכת "עסק חי". תזרימים אלו מהווים במחיר הון המגלם בתוכו את הסיכון הגלום בפעילות החברה.

שיטת הערכת השווי

- הערכת השווי הכלכלי של פעילות ההיסעים בוצעה על ידי שיטת היות תזרימי המזומנים הבלתי ממונפים (תזרים מזומנים לפני שירות חוב) (Unlevered Discounted Cash Flows). תחזית תזרים המזומנים הינה במונחים נומינליים.
- הערכת השווי הכלכלי של מטרופולין בוצעה על ידי שיטת היות תזרימי המזומנים הממונפים (תזרים מזומנים לבעלים לאחר שירות חוב) (Levered Discounted Cash Flows). תחזית תזרים המזומנים הינה במונחים נומינליים.
- שיטת היות תזרימי המזומנים מבוססת על הערכת יכולתו של העסק/הנכס להפיק מזומנים. בהתאם לכך, שווי הפעילויות הוערך על ידי היות תזרימי המזומנים הצפויים לנבוע ממנה כאשר תזרימי המזומנים הונו במחיר הון המשקף את הסיכון הגלום בפעילות ואשר מבטא את התשואה אשר משקיע היה מצפה לקבל מעסק/נכס בעל סיכון דומה.
- תחילת התחזית הינה ברבעון הראשון לשנת 2026. תחזית תזרימי המזומנים של הפעילויות הסתמכה, בין היתר, על תקציב החברות לשנת 2026 וכן על תחזיותיהן לשנים הבאות. כמו כן הסתמכה התחזית על תוצאות פעילותן בין השנים 2019-2025, והערכות בקשר עם מגמות עסקיות וכלכליות בשווקים בהם פועלות החברות. עבור פעילות ההיסעים שנת 2029 נבחרה כשנה מייצגת לפעילויות בהנחת "העסק החי". קרי, פעילות לתקופה אין סופית.

פרק ג' – הערכות השווי

מתודולוגיה

- בשל האופי הפרויקטאלי של אשכולות הפעילות של מטרופולין לא ניתן להניח שנה טרמינלית לפעילות זו, על אף ההנחה כי הפעילות אינה סופית והנחת "העסק החי" חלה עליה.
- ישנן שלוש גישות להנחת "העסק החי" בפעילות מעין זו של מטרופולין:
 - הנחת צמיחת נתח שוק: על פי גישה זו, השווי הטרמינלי מתבטא בכך שהחברה תגדיל את נתח השוק שלה לאורך חייה ע"י זכייה במכרזים נוספים וכד', וזאת בהתאם לקצב פרסום המכרזים לאשכולות שהופעלו היסטורית ע"י אגד ודן, אשר הותווה ע"י תכנית התחרות. בהתאם לגישה, פעילות החברה תצמח בהתאם לקצב הזכייה במכרזים חדשים לצד שימור וצמיחת הפעילות הקיימת.
 - הנחת שימור נתח שוק: על פי גישה זו, השווי הטרמינלי מתבטא בכך שהחברה תשמור על נתח שוק זהה לאורך חייה. בהתאם לגישה, בהנחה ששוק התח"צ צומח משנה לשנה, כך פעילות החברה תגדל.
 - הנחת שימור אשכולות: על פי גישה זו (אשר בהגדרה נחשבת לשמרנית יותר), השווי הטרמינלי מתבטא בכך שהחברה תשמור על אשכולתיה הקיימים או תזכה במכרז חלופי בעל מאפיינים דומים עם תום כל אשכול שהיא מפעיל, ללא הנחה של גידול במספר האשכולות. בהתאם לגישה, בהנחה ששוק התח"צ צומח משנה לשנה, נתח השוק של החברה נשחק.
 - הערכת השווי הטרמינלי עבור מטרופולין בוצעה על פי הנחת שימור אשכולות ובהתאם להנחות שיפורטו בהמשך הפרק.
- שווי ב.ג. מוטורס הוערך ע"פ הבנות לעסקה בין בעלי מניותיה, במסגרתה תופרד פעילות ייבוא המשאיות ופעילות ייבוא האוטובוסים.



הערכת שווי פעילות ההיסעים

פרק ג' – הערכות השווי

הנחות מרכזיות – פעילות ההיסעים

כללי

- הערכת שווי פעילות ההיסעים בוצעה בשיטת היוון תזרים המזומנים הלא ממונפים (Unlevered Discounted Cash Flows).
- תחזית תזרים המזומנים נבנתה בהתבסס על מבנה ההכנסות, שיעורי הרווחיות, ההשקעה והצמיחה שצופה החברה לפעילות ההיסעים וכן על בסיס התקציב לשנת 2026 לפעילות ההיסעים.
- תזרים המזומנים בתחזית הערכת השווי ושיעור ההיוון הינם בערכים נומינליים.

הכנסות

- הכנסות פעילות ההיסעים מורכבות בעיקר ממתן שירותי הסעה פרטיים ללקוחות קבועים (כ-97.0% מסך ההכנסות) ומזדמנים. בשנים 2021-2025 הצמיחה השנתית הממוצעת (CAGR) עמדה על כ-19%. הונחה צמיחה של 7% בשנת 2026. בשנת 2027 הונח כי הצמיחה האורגנית של הפעילות תהא 10% ותרד הדרגתית עד ל-4% בשנה הטרמינלית.

הוצאות תפעול ואחזקה

- הוצאות ההפעלה (עלות המכר) של פעילות ההיסעים מורכבות בעיקרן מעלות קבלני משנה, שכר עבודה ונלוות, דלק ושמן. הוצאות אלו הוצמחו בהתאם לתחזית פעילות ההיסעים לשיעור הרווח הגולמי, כאשר ההוצאות נשמרו ביחס זהה לשיעור מסך ההוצאות הללו בתקציב פעילות ההיסעים לשנת 2026.

הוצאות הנהלה וכלליות

- הוצאות ההנהלה וכלליות של פעילות ההיסעים מורכבות בעיקרן משכר עבודה ונלוות ואחזקת רכב, ומענקים לנושאי משרה. הונח שיעור רווח תפעולי של 13.0% בשנת 2026, התואם את שיעור הרווחיות בפועל ומייצג את תחזית החברה לרווח תפעולי בנטרול השפעת לא תזרימיות של מענקי פאנטום לנושאי משרה. בשנות התחזית הבאות שיעור הרווח התפעולי התמתן מעט ל-12.75%. שווי מענקי הפאנטום (ע"פ אומדן שביצענו) הופחת מהשווי הכולל.

הוצאות פחת

- בשנות התחזית סך הוצאות הפחת הותאמו לסך ההשקעות ברכוש קבוע הדרושות לפעילות השוטפת של החברה. בשנה הטרמינלית סכום זה יעמוד על כ-18.4 מ' ש.

פרק ג' – הערכות השווי

הנחות מרכזיות – פעילות ההיסעים

השקעות הוניות (CAPEX)

- ממוצע ה-CAPEX המושקע בשנות התחזית מסתכם לכ-17.9 מ' ש' ובשנה הטרמינלית לכ-18.4 מ' ש', בהתאם לרכש הדרוש לפעילות. עיקר הגידול בפעילות צפוי להגיע משימוש בקבלני משנה כך שלא צפוי גידול משמעותי בהיקף ה-CAPEX.

הוצאות מיסים

- שיעור המס אשר הונח בשנות התחזית הינו בהתאם לשיעור המס הסטטוטורי בישראל לטווח הארוך – 23%.

שינויים בהון החוזר

- שיעור ההון החוזר הממוצע של החברה (מתוך סך ההכנסות) בשנים 2019-2025, בנטרול שנת 2020 (שנה לא מייצגת עקב משבר הקורונה והמגבלות שהוטלו), הינו שלילי ועמד על כ-13.2%.
- על-כן, הונח שיעור הון חוזר (שלילי) של 13.2% לאורך שנות התחזית.

שנה טרמינלית

- הונח כי שנת 2030 הינה שנה מייצגת על בסיסה נבנה השווי הטרמינלי (הנחת העסק החי). הונח שיעור צמיחה פרמננטית של 4.0% נומינלי, בהתאם לשיעור צמיחת האוכלוסייה, תחזית האינפלציה ארוכת הטווח ובהתבסס על מאפייני ענף הפעילות. שיעור הרווח התפעולי בשנה הטרמינלית הוא 12.5%, נמוך במקצת משיעור הרווח התפעולי הקיים של החברה.

פרק ג' – הערכות השווי

שיעור ההיוון הראוי לתזרים המזומנים – פעילות ההיסעים

מחיר ההון המשוקלל (WACC)

- שיעור ההיוון ששימש בהערכת שווי פעילות ההיסעים נאמד ב-10.4% (נומינלי) והתבסס על שיעור ההיוון המשוקלל (WACC) והערכתנו את הסיכון הגלום בפעילות ההיסעים.
- להלן פירוט שלבי תחשיב ה-WACC:

פרמטר	ערך	הערה
ריבית חסרת סיכון	4.21%	1
פרמיית השוק	4.46%	2
Beta	0.85	3
פרמיית סיכון ספציפית	4.3%	4
מחיר ההון העצמי של החברה		
מחיר החוב	6.1%	5
שיעור מס	23.0%	6
שיעור מינוף	25.0%	7
מחיר ההון המשוקלל של החברה	10.4%	8

הערות:

1. ריבית נומינלית אג"ח ממשלת ישראל – 15 שנה, ליום 31/03/2026.
2. Damodaran, ינואר 2026 – פרמיית השוק של ארה"ב.
3. ע"ב נתוני Damodaran לחברות אמריקאיות, סקטור Transportation.
4. פרמיית סיכון לגודל ע"פ Kroll Cost of Capital – CRSP Deciles Size Study 31/12/2025 בתוספת פרמיית סיכון ספציפית בגובה 1% לחברה עקב סיכונים גיאופוליטיים ונתח השוק של החברה.
5. חישוב מחיר ההון נאמד באמצעות שימוש במודל ה-CAPM (לחישוב התשואה הנדרשת על ההון העצמי של פעילות ההיסעים).
6. מחיר החוב הנורמטיבי של פעילות ההיסעים, בהתבסס על מחיר החוב של הפעילות ובהתאמה לעקום ייחוס לא צמוד ל-15 שנה, ליום 31 במרץ 2026.
7. שיעור המס הסטטוטורי ארוך הטווח בישראל.
8. שיעור המינוף הנורמטיבי של פעילות ההיסעים על פי הנחות בון תור.



פרק ג' – הערכות השווי

תחזית תזרים המזומנים – פעילות ההיסעים¹

אלפי ש"ח	2025A	2024A	2026F	2027F	2028F	2029F	TY
הכנסות	498,203	420,723	533,052	586,357	633,266	677,594	704,698
YOY %	18.4%		7.0%	10.0%	8.0%	7.0%	4.0%
הוצאות הפעלה	(405,460)	(342,108)	(434,437)	(477,881)	(516,112)	(552,239)	(574,329)
רווח גולמי	92,743	78,615	98,615	108,476	117,154	125,355	130,369
% מההכנסות	18.6%	18.7%	18.5%	18.5%	18.5%	18.5%	18.5%
הוצאות הנהלה וכלליות ²	(28,027)	(22,653)	(29,318)	(33,716)	(36,413)	(38,962)	(42,282)
רווח תפעולי	64,716	55,963	69,297	74,761	80,741	86,393	88,087
% מההכנסות	13.0%	13.3%	13.0%	12.8%	12.8%	12.8%	12.5%
פחת	17,787	15,076	17,500	17,500	18,000	18,000	18,360
EBITDA	82,503	71,039	86,797	92,261	98,741	104,393	106,447
% מההכנסות	16.6%	16.9%	16.3%	15.7%	15.6%	15.4%	15.1%
התאמות לתזרים							
מיסים על ההכנסה			(15,938)	(17,195)	(18,571)	(19,870)	(20,260)
השקעות הוניות (CAPEX)			(17,500)	(17,500)	(18,000)	(18,000)	(18,360)
שינויים בהון חוזר			(2,356)	7,057	6,210	5,869	3,588
סך תזרים להיוון			51,003	64,623	68,381	72,392	71,416

1. הנתונים המוצגים על-פי תקינה ישראלית (Israeli GAAP).

2. מהוצאות ההנהלה וכלליות בשנת 2024 ו-2025 ובשנות התחזית נוסטרו הוצאות בגין מענקים לעובדים שאינם תזרימיים, הרווח התפעולי בפועל לשנת 2025 הינו כ- 54.9 מ' ש"ח (ר' שקף 28 לדוחות הכספיים). שווי המענקים (ע"פ אומדן שביצענו) הופחת משווי הפעילות, כאמור לעיל.



פרק ג' – הערכות השווי

סיכום הערכת שווי – פעילות ההיסעים

ממצאים

- בהתאם להנחות המפורטות בגוף העבודה, שווי ההון העצמי של פעילות ההיסעים נאמד בכ- 816.3 מ' ש"ח ליום 31 במרץ 2026, כמפורט להלן:
- להלן ניתוח רגישות לשווי ההון העצמי של פעילות בון תור ביחס לשינויים במחיר ההון המשוקלל ובשיעור הצמיחה הפרמננטית:

שיעור הון - WACC						
11.40%	10.90%	10.40%	9.90%	9.40%		
589,588	637,490	691,854	754,085	826,029	3.00%	
633,543	687,646	749,580	821,179	904,901	3.50%	שיעור
683,438	745,072	816,326	899,645	998,380	4.00%	צמיחה
740,564	811,471	894,386	992,642	1,110,936	4.50%	פרמננטית
806,615	889,124	986,900	1,104,617	1,249,072	5.00%	

אלפי ש"ח	31/03/2026
שיעור הון - WACC ¹	10.40%
שיעור צמיחה פרמננטית	4.00%
שווי תזרימים מהוונים	1,022,827
שווי אופציות פאנטום	(15,727)
שווי פעילות	1,007,100
חוב פיננסי, נטו	(170,773)
התאמת שווי עקב חלוקת דיבידנד ²	(20,000)
שווי הון עצמי	816,326

1. מחיר ההון העצמי (K_0) נאמד בכ-12.3%.

2. במרץ 2026 החברה חילקה דיבידנד בסך 20 מ' ש"ח.



הערכת שווי מטרופולין

פרק ג' – הערכות השווי

הנחות מרכזיות – מטרופולין

כללי

- הערכת שווי מטרופולין בוצעה בשיטת היוון תזרים המזומנים הממונפים (Levered Discounted Cash Flows) לאור אופי הפעילות המצריך השקעות רבות בכל אשכול חדש בו זוכה מטרופולין, אשר חלקו הגדול ממומן באמצעות חוב, ורמת המינוף של הפעילות שמשנתה על פני תקופת הפעלת האשכולות.
- תחזית תזרים המזומנים של מטרופולין הוערכה בהתבסס על מודלים פיננסיים של החברה הכוללים תחזיותיה והנחותיה לתזרימי המזומנים שיתקבלו בארבעת האשכולות שהחברה מפעילה. לצורך בחינת התזרימים, קיבלנו מהחברה תקציב לשנת 2026 של מטרופולין ומודלים פיננסיים עבור האשכולות, המבטאים בין היתר את מתווה ההסדרה הענפית שיפורט להלן.

אשכולות¹

- כיום מטרופולין מחזיקה בארבעה אשכולות – הנגב, השרון, שרון-חולון מרחבי (להלן: "שח"ם") ואונו אלעד. תקופת הזיכיון באשכולות הנגב, השרון ואונו-אלעד היא 10 שנים + שנת אופציה לשיקול דעת המדינה. תקופת הזיכיון באשכול שח"ם היא 6 שנים + 3 שנים אופציה + שנת אופציה נוספת לשיקול דעת המדינה. על פי הערכות הנהלת מטרופולין ובהתאם למקובל בענף, בתום תקופת הזיכיון בכל אשכול, המדינה תנצל את האופציות להארכת הזיכיון בכל האשכולות.
- מפעילי התחבורה הציבורית צפויים לחתום בימים הקרובים עם משרד התחבורה על הסדרה ענפית בענף התחבורה הציבורית. מטרת ההסדרה הענפית היא ייעול ושיפור השירות, לשפות את המפעילים על הבעיות המבניות בענף, ביניהן הירידה המתמשכת במהירות הנסיעה כתוצאה מעומסי תנועה, בעיות גיוס הנהגים, היקף תיקופי נסיעה נמוך ואתגרים תפעוליים נוספים אשר נובעים מאי התאמת תנאי הסכמי ההפעלה למצב התחבורה בפועל.

להערכת הנהלת החברה, צפוי כי ההסדרה הענפית תושלם בחודשים הקרובים (להלן: "ההסדרה הענפית"). בהתאם לטיוטה שנמסרה למטרופולין ע"י משרד התחבורה, מטרופולין תהא זכאית להטבות ההסדרה לאשכולותיה הקיימים, כמפורט להלן, בכפוף לעמידה בהתחייבות המכרזית שלה למדדי השירות המינימאליים:

- **אשכול הנגב:** הארכת תקופת ההפעלה ב-4 שנים נוספות
- **אשכול שח"ם:** הארכת תקופת ההפעלה ב-4 שנים נוספות
- **אשכול אונו-אלעד:** הארכת תקופת ההפעלה בשנתיים נוספות ופיצוי כספי חלק הארכה עבור שנתיים
- **אשכול השרון:** הארכת תקופת ההפעלה בשנתיים נוספות ופיצוי כספי חלק הארכה עבור שנתיים

רכיב פיצוי החלף – הפיצוי הכספי חלק הארכה מחושב ע"פ סך המקורות בשנת 2024 כשנה מייצגת במכפלת שיעור רווחיות מייצג של 7% עבור כל שנה בה לא הווארכה תקופת ההפעלה (מתוך 4 שנים). סכום זה מחולק על פני שנות ההפעלה הנוותרות, בתוספת הצמדה למדד.

הכנסות (בהתאם לעדכון המסתמן בהסדרה הענפית)¹

- לפי תנאי ההסדרה הענפית המתגבשת אשר טרם נחתמה, הכנסות מטרופולין מבוססות בעיקרן על תשלום בגין ק"מ נסועה, המהווים כ-85% מסך ההכנסות, כאשר הכנסות מהפעלת אשכול נקבעות בהתאם לקילומטרים במפת הבסיס שנקבעה במכרז להפעלתו ולפי המחיר לקילומטר.
- מנגנון עדכון המפות לאחר גידול בשירות בשיעור של 25% צפוי להתבטל במסגרת ההסדרה. המדינה רשאית להוסיף קילומטרים למפת הבסיס, כאשר כל תוספת מתומחרת באשכולות החברה לפי 75% מהמחיר לקילומטר במפת הבסיס, בתוספת תשלומי הצטיידות שנתיים באוטובוסים נוספים למפעילה.²

1. בהתאם לטיוטת מתווה ההסדרה הענפית שהועברה לידי החברה, בכפוף להשלמת המו"מ וחתימת המסמכים המשפטיים.
2. למעט ביחס לכמות מסכמת מראש של אוטובוסים אשר לגביהם לא יהיו תשלומי הצטיידות.

פרק ג' – הערכות השווי

הנחות מרכזיות – מטרופולין

הכנסות (המשך)

- מטרופולין זכאית לתקבולים נוספים (תמריצים):
- איסוף נוסעים – מטרופולין זכאית לתקבול לפי כמות הנוסעים שהשתמשו בשירותי מטרופולין ותיקפו במסוף בנסיעה, כאשר גובה התקבול גדל בהתאם לכמות התיקופים לפי מדרגות שנקבעו במכרז. על פי טיוטת הסכם ההסדרה המתגבש, ההכנסות בגין רכיב זה יהוו כ-15% מסך ההכנסות.
- הכשרת נהגים – מטרופולין מפעילה בית ספר לנהיגה להכשרת נהגי אוטובוס. בשל מחסור בנהגי אוטובוס, המדינה מתמרצת הכשרת נהגים בדרך של מענק בגין הכשרת נהג. על פי טיוטת הסכם ההסדרה המתגבש התוספת על הכשרת נהגים לא תיכלל בחישוב התעריף לק"מ ותשולם לחברה בנפרד כפי שהיה נהוג בשנים קודמות.

הוצאות תפעול ואחזקה

- הוצאות תפעול ואחזקה בהפעלת האשכולות מורכבות כדלהלן (ללא סדר מהותיות):
- הוצאות אנרגיה – הפעלת צי האוטובוסים כרוך בעלויות דלקים וחשמל. עלויות אלו מהוות נדבך מרכזי מהוצאות מטרופולין. הגידול במחירי הדלקים יגדיל את הוצאות מטרופולין ומנגד יגדיל את הכנסותיה לאור כך שחלק ניכר מההכנסות צמוד למדד הדלקים. לאורך שנות המודל הונח שינוי בתמהיל האוטובוסים ובמעבר הדרגתי לעבר שימוש אוטובוסים בעלי מנוע חשמלי ושימוש מועט מאוד באוטובוסים מונעי סולר, בהתאם למדיניות משרד התחבורה.

צפי תמהיל אוטובוסים לפי סוג הנעה	2026	2031	2036
סולר	73%	42%	13%
גז	12%	12%	0%
חשמל	14%	46%	87%

- אחזקת אוטובוסים – הוצאות אלו כוללות אחזקת האוטובוסים תקינים ותפעוליים וטיפול בתאונות.
- הוצאות כוח אדם – עיקר הוצאות אלו הינן שכר עבודה לנהגים, הסעות והוצאות קליטה והכשרת נהגים.
- הוצאות תפעול אחרות – הוצאות אלו הן בעיקרן ביטוח ורישוי, אחזקת מתקני תשתית, פיצויים מוסכמים למדינה (בשל אירועי אי עמידה בתנאים הנדרשים במכרז), פחת אוטובוסים, הוצאות פיקוח ובקרה על רמת שירות – הוצאה הכוללת פיקוח על הקווים וצידוד המתאים לפיקוח יעיל ואחרים.
- קנסות – לכל אחד מהאשכולות המופעלים מצורף נספח קנסות המטפל בפיצוי המשולם על ידי המפעיל בגין חריגה ממדדי ביצוע ותפעול שהוגדרו מראש. רמת הקנסות באשכולות החדשים (כדוגמת אונ-אלעד והשרון של החברה) גבוהה משמעותית מהרמה הקיימת באשכולות הישנים (של החברה ושל מפעילים אחרים).
- מדדים תפעוליים – שנת 2025 התאפיינה בהתייצבות במדדי הביצוע התפעוליים¹ (שיעור אי ביצוע, שיעור אי דיוק, אחוז ק"מ ריק וכד') לאחר סיום הקמה והפעלה מלאה של אשכולות אונ-אלעד והשרון מורחב. על-פי תקציב החברה לשנת 2026, החברה צופה כי תעמוד במדדי השירות והתפעול המינימליים וכי ציון המפעיל שלה ימשיך להשתפר.

פרק ג' – הערכות השווי

הנחות מרכזיות – מטרופולין

מדדי השירות הממוצעים לאשכולות החברה

פרמטר	H1/2024	H2/2024	2025
אי-ביצוע ¹	3.13%	3.01%	2.10%
אי דיוק ²	6.16%	4.04%	3.19%

הוצאות הנהלה וכלליות

- הוצאות הנהלה וכלליות מאופיינות בסינרגיה חלקית בין האשכולות. בהוספת אשכול הוצאות הנהלה וכלליות גדלות בחלק שולי הנדרש להפעלת האשכול החדש. מטרופולין מחזיקה בארבעה אשכולות והונח כי תשמור על מספר אשכולות זה לאורך כל שנות התחזית. יובהר כי לא הונח גידול בהיקף האשכולות המוחזקים וזאת על אף צמיחת השוק על פני זמן.
- הוצאות הנהלה וכלליות מורכבות משכר ונלוות לעובדי מנהלה.

הוצאות פחת

- הוצאות הפחת הוערכו ע"י מודל פחת של מטרופולין בהתאם לשיעורי הפחת המתאימים לכל קבוצת רכוש. ע"פ תקנות מס הכנסה מטרופולין זכאית לפחת מואץ בהפחתת חלק מהאוטובוסים לצרכי מס. לאור זאת, ישנו פער בין הפחת החשבונאי לפחת המיסוי הנצבר כמסים נדחים בהתחייבויות מטרופולין.

הוצאות מיסים

- הונח שיעור המס בשנות התחזית בהתאם לשיעור המס הסטטוטורי בישראל לטווח הארוך – 23%.

השקעות הוניות (CAPEX)

- השקעות מטרופולין מאופיינות בעיקרן ברכש אוטובוסים לצרכי הפעלת האשכולות בהתאם לדרישות המכרז בכל אשכול ובתשלום תמלוגים למדינה בעת זכייה במכרז להפעלת אשכול. כחלק מדרישות המכרז, ישנה מגבלת גיל האוטובוסים, ממוצע גיל הצי וקילומטראז' לאוטובוסים בשימוש מטרופולין ועל כן עליה לשמור על צי אוטובוסים העומד במגבלות אלו. לפיכך, ישנן השקעות שוטפות ברכש אוטובוסים ואף חידוש הצי לפי הדרישות. השקעות אלו מבוססות על מחירי אוטובוסים הכוללים הנחת אינפלציה.
- כמו כן, הונח כי בתום תקופת הזיכיון בכל אשכול תמכור מטרופולין את האוטובוסים ורווח ההון שנוצר בגין מכירתם נכלל בסעיף זה.

שינויים בהון החוזר

- השינויים בהון החוזר הוערכו על ידי מטרופולין בהתאם להנחותיה בתחזית וצרכי ההון החוזר של הפעילות. כמו כן, הונח כי בתום תקופת הזיכיון בכל אשכול ייסגרו יתרות ההון החוזר.

מימון

- בעקבות הנחת הארכת האשכולות ב-4 שנים במסגרת ההסדרה הענפית, הונח שיבוצע גילוף מחדש של החוב כך שיותאם לתזרים המזומנים החזוי של החברה.

1. לפי תנאי המכרזים, מדד האי-ביצוע המינימלי באשכולות החברה הוא 2.1%.
2. לפי תנאי המכרזים, מדד האי-דיוק המינימלי באשכולות החברה הוא 4.5%.

פרק ג' – הערכות השווי

הנחות מרכזיות – מטרופולין

שווי תוספתי המבטא פעילות פרמננטית – לפי גישת הנחת שימור אשכולות¹

- בשל האופי הפרויקטאלי של אשכולות הפעילות של מטרופולין לא ניתן להניח שנה טרמינלית לפעילותה. עם זאת, לאור ניסיונה ומומחיותה של מטרופולין בתחום התחבורה הציבורית, הנהלת החברה מניחה כי פעילותה לא תפסק בתום הזיכיון באשכולות הקיימים, קרי – תשמור על פעילות עסקית נמשכת כעסק חי. לאור כך, הונח כי בהסתיים אשכול קיים תזכה מטרופולין באשכול חדש אשר יחליף אותו ובהסתיים האשכול החדש יחליף אותו אשכול נוסף וכן הלאה עד שהשפעת הזכייה באשכולות נוספים אינה מהותית לשווי. הערכת שווי הזכייה במכרזי אשכולות חדשים התבססה על שווי הזכייה במכרז השרון החדש, על-פי הנחות מטרופולין, בניכוי עלויות מטה שוליות הנובעות מהוספת האשכול החדש חלק האשכול שהסתיים. שווי הזכיות הוון למועד הערכת השווי בהתאם לתקופת הסיום של כל אשכול קיים.
- בגין הסיכון העודף הגלום בהנחת השווי התוספתי הטרמינלי, הנובע הן מחוסר הוודאות המובנה בשיטה המכרזית לזכיות נוספות והן לאור השינויים הצפויים במבנה תכנית התחרות ובתכיפות פרסום מכרזים לאשכולות חדשים הוספנו פרמיה של 2.0% לשיעור ההיוון של מטרופולין, כך ששיעור ההיוון ששימש להיוון השווי התוספתי בלבד הינו 13.1%.
- הונח כי האשכולות יחודשו מיד בתום שנת סיום אשכול וכי כל אשכול חדש יסתיים ויחודש שוב בכל 11 שנים.

- הונח כי האשכולות החדשים יהיו דומים במבנה שלהם לאשכול השרון, המכרז האחרון בו זכתה החברה. על כן, בכל מועד חידוש הונח כי החברה תקבל תוספת שווי המהווה את שווי התזרימים המהווים העודפים מהפעלת אשכול מיום הקמתו ועד יום סיום הזיכיון, המתבסס על מודל זכייה באשכול השרון, כפי שהועבר מהנהלת החברה. השווי התוספתי של כל אשכול חדש הוערך בכ- 78,861 אלפי ש.

לו"ז חידוש האשכולות (לפי טיוטת ההסדרה הענפית)

- המכרז להפעלת אשכול הנגב יסתיים בשנת 2030. הונח כי באמצע שנת 2031 החברה תזכה במכרז חלופי כפי השווי התוספתי לעיל. בשנת 2042 הונח שהחברה תזכה במכרז חלופי נוסף, וכן הלאה בכל 11 שנים.
- המכרז להפעלת אשכול שח"מ יסתיים בשנת 2035. הונח כי באמצע שנת 2036 החברה תזכה במכרז חלופי כפי השווי התוספתי לעיל. בשנת 2047 הונח שהחברה תזכה במכרז חלופי נוסף, וכן הלאה בכל 11 שנים.
- המכרז להפעלת אשכול אונז-אלעד יסתיים בשנת 2036. הונח כי באמצע שנת 2037 החברה תזכה במכרז חלופי כפי השווי התוספתי לעיל. בשנת 2048 הונח שהחברה תזכה במכרז חלופי נוסף, וכן הלאה בכל 11 שנים.
- המכרז להפעלת אשכול השרון יסתיים בשנת 2037. הונח כי באמצע שנת 2038 החברה תזכה במכרז חלופי כפי השווי התוספתי לעיל. בשנת 2049 הונח שהחברה תזכה במכרז חלופי נוסף, וכן הלאה בכל 11 שנים.

1. ר' שקף 36 לפירוט אודות הגישות השונות בהנחת "העסק החי" בפעילות תח"צ

פרק ג' – הערכות השווי

שיעור ההיוון הראוי לתזרים המזומנים – מטרופולין

מחיר ההון הראוי (Ke)

- שיעור ההיוון ששימש בהערכת שווי מטרופולין נאמד ב-11.10% (נומינלי) והתבסס על שיעור ההיוון הראוי להון העצמי והערכתנו את הסיכון הגלום בפעילות מטרופולין.
- להלן פירוט שלבי תחשיב ה-Ke:

פרמטר	ערך	הערה
ריבית חסרת סיכון	4.2%	1
פרמיית השוק	4.5%	2
ביטא ממונפת מתואמת	72.7%	3
פרמיית סיכון ספציפית	3.7%	4
מחיר ההון העצמי של החברה	11.1%	5

הערות:

- ריבית נומינלית אג"ח ממשלת ישראל – 15 שנה, ליום 31/03/2026.
- Damodaran, ינואר 2026 – פרמיית השוק של ארה"ב.
- בכדי לקבוע את הביטא של החברות בחנו קבוצה של חברות דומות למטרופולין. הטבלה הבאה מפרטת את הממצאים העיקריים של תהליך בחינת ותחשיב הביטא כפי שמפורט להלן:

חברה	ביטא לא ממונפת
COMFORTDELGRO CORP LTD	0.50
FirstGroup plc	0.50
KELSIAN GROUP LTD	0.41
MOBICO GROUP PLC	0.32
SAUDI PUBLIC TRANSPORT CO	0.23
SBS TRANSIT LTD	0.50
ממוצע חברות מדגם	0.41

שיעור המינוף ששימש במינוף הביטא הינו 50%, בהתאם להבהרות מטרופולין באשר לשיעור המינוף הממוצע הצפוי בפעילות החברה.

4. פרמיית סיכון לגודל ע"פ Kroll Cost of Capital – CRSP Deciles Size Study 31/12/2025

5. חישוב מחיר ההון נאמד באמצעות שימוש במודל ה-CAPM (לחישוב התשואה הנדרשת על ההון העצמי של מטרופולין), והנחות נוספות בדבר מבנה החוב הראוי של מטרופולין.

- נציין כי בגין הסיכון הגלום בתחזית השווי התוספתי המבטא פעילות טרמינלית הוספנו פרמיה של 2.0% על שיעור ההיוון של מטרופולין, כך ששיעור ההיוון ששימש להיוון השווי התוספתי בלבד הינו 13.10%.



פרק ג' – הערכות השווי

תחזית תזרים המזומנים (ללא תזרים מחידוש אשכולות) – מטרופולין

2031-2037	2030F	2029F	2028F	2027F	2026F	2025A ¹	2024A ¹	אלפי ש"ח
11,148,906	1,992,744	1,897,059	1,794,581	1,701,232	1,639,297	1,548,273 ²	1,403,188	הכנסות
	5.0%	5.7%	5.5%	3.8%	5.9%	10%	30%	YOY
(8,956,193)	(1,632,638)	(1,576,666)	(1,481,589)	(1,439,576)	(1,417,939)	(1,382,106)	(1,274,465)	סך הוצאות תפעול ואחזקה
2,192,713	360,106	320,393	312,992	261,656	221,358	166,167	128,723	רווח גולמי
19.7%	18.1%	16.9%	17.4%	15.4%	13.5%	11%	9%	% מהמחזור
(854,240)	(164,236)	(163,997)	(160,782)	(160,083)	(159,430)	(170,110)	(145,329)	סך הוצאות הנהלה וכלליות
1,338,473	195,870	156,397	152,210	101,573	61,928	(3,943)	(16,606)	רווח הפעלה
12.0%	9.8%	8.2%	8.5%	6.0%	3.8%	0%	1%-	% מהמחזור
1,425,853	266,848	268,116	243,322	232,239	213,493	230,493	197,065	פחת והפחתות
2,764,325	462,718	424,513	395,532	333,812	275,421	226,550	180,459	EBITDA
24.8%	23.2%	22.4%	22.0%	19.6%	16.8%	15%	13%	% מהמחזור

2031-2037	2030F	2029F	2028F	2027F	2026F	התאמות לתזרים
(276,152)	-	-	-	-	-	מיסים שוטפים (מס תזרימי)
(40,588)	(13,529)	-	-	-	-	שינויים בהון חוזר
(59,674)	(51,650)	(278,654)	(230,535)	(69,577)	(336,779)	השקעות, נטו
(1,810,850)	(319,028)	(76,350)	(97,150)	(203,575)	117,196	תזרים מפעילות מימון
577,062	78,511	69,509	67,848	60,661	55,838	סך תזרים להיוון

1. קיים פער בין נתוני רווח ההפעלה וה-EBITDA לבין הנתונים המוצגים לבין הנתונים שדווחו ע"י קרן ג'נריישן בדוח התקופתי לשנת 2025 ובדוח התקופתי לשנת 2024 עקב הבדלי תקינה חשבונאית – התזרים המצורף לעיל לפי תקינה ישראלית למול יישום IFRS בדיווחי הקרן.
2. הפער בין ה-EBITDA המדווחת לעיל לבין ה-EBITDA בדיווחי הקרן נובעת מהתאמות נוספות לרווח ההפעלה (רווחי הון והוצאות בגין תגמול הוני).
ההכנסה החשבונאית בגין ההסדרה הענפית נוטרלה משורת ההכנסות בשנת 2025 לצרכי השוואה נוחה לתחזית בשנים הבאות



פרק ג' – הערכות השווי

סיכום הערכת שווי – מטרופולין

ממצאים

- בהתאם להנחות המפורטות בגוף העבודה, שווי ההון העצמי של מטרופולין נאמד בכ-713.7 מ' ש ליום 31 במרץ 2026, כמפורט להלן:

אלפי ש		31/03/2026
שיעור הון - Ke	11.1%	
שיעור הון לפעילות הטרמינאלית - Ke	13.1%	
שווי הון עצמי אשכולות קיימים	504,191	
מזומן (31/12/2025)	74,052	
שווי בסיסי אשכולות קיימים	578,243	
שווי חידוש אשכולות בגמר זיכיון	135,481	
שווי כולל חידוש אשכולות	713,724	

ניתוח רגישות

- להלן ניתוח רגישות לשווי ההון העצמי של פעילות מטרופולין ביחס לשינויים במחיר ההון ובתוספת לשיעור ההון לצורך השווי הטרמינלי:

שיעור הון (Ke)						שיעור הון תוספתי לשווי טרמינלי
12.10%	11.60%	11.10%	10.60%	10.10%		
691,916	721,162	753,276	788,650	827,743	1.0%	
675,520	702,619	732,268	764,803	800,618	1.5%	
660,999	686,223	713,724	743,794	776,771	2.0%	
648,119	671,702	697,328	725,251	755,763	2.5%	
636,680	658,822	682,807	708,855	737,219	3.0%	



הערכת שווי ב.ג מוטורס

פרק ג' – הערכות השווי

סיכום הערכת שווי – ב.ג מוטורס

הערכת שווי ב.ג מוטורס ע"פ הבנות לעסקה

- נכון למועד כתיבת העבודה, הוסכם על ידי בעלי המניות של ב.ג מוטורס – בון תור (45%) ושי כץ החזקות בע"מ (45%), להפריד את פעילות ייבוא האוטובוסים ואת פעילות ייבוא המשאיות לשתי ישויות נפרדות. במסגרת ההבנות, סוכם שבתום העסקה בון תור תחזיק ב-100% מפעילות האוטובוסים ושי כץ החזקות תחזיק ב-100% מפעילות המשאיות.
- מתווה העסקה המסתמן הוא כדלהלן: בון תור תרכוש משי כץ החזקות את חלקו בב.ג מוטורס (45%) לפי שווי של 35 מ' ש"ח (בניכוי הלוואות בעלים שיוחזרו לשני הצדדים בטרם ביצוע העסקה). התמורות בעסקה תהיינה כלל הזכויות והרכוש המשותפים לפעילות המשאיות וכן תמורת מזומן, בניכוי השווי המיוחס לפעילות ייבוא המשאיות.

אלפי ש"ח	31/03/2026
שווי הון עצמי – לפי עסקה (100%)	35,000
שווי חלק בון תור (45%)	15,750



סיכום הערכת שווי אחזקות ג'נריישן קפיטל בחברת בון תור

פרק ג' – הערכות השווי

סיכום הערכת שווי אחזקות ג'נריישן קפיטל בחברת בון תור

ממצאים

- בהתאם להנחות המפורטות בגוף העבודה, שווי אחזקות ג'נריישן קפיטל בחברת בון תור נאמד בכ-1,169.6 מיליון ש"ח ליום 31 במרץ 2026. כמפורט להלן:

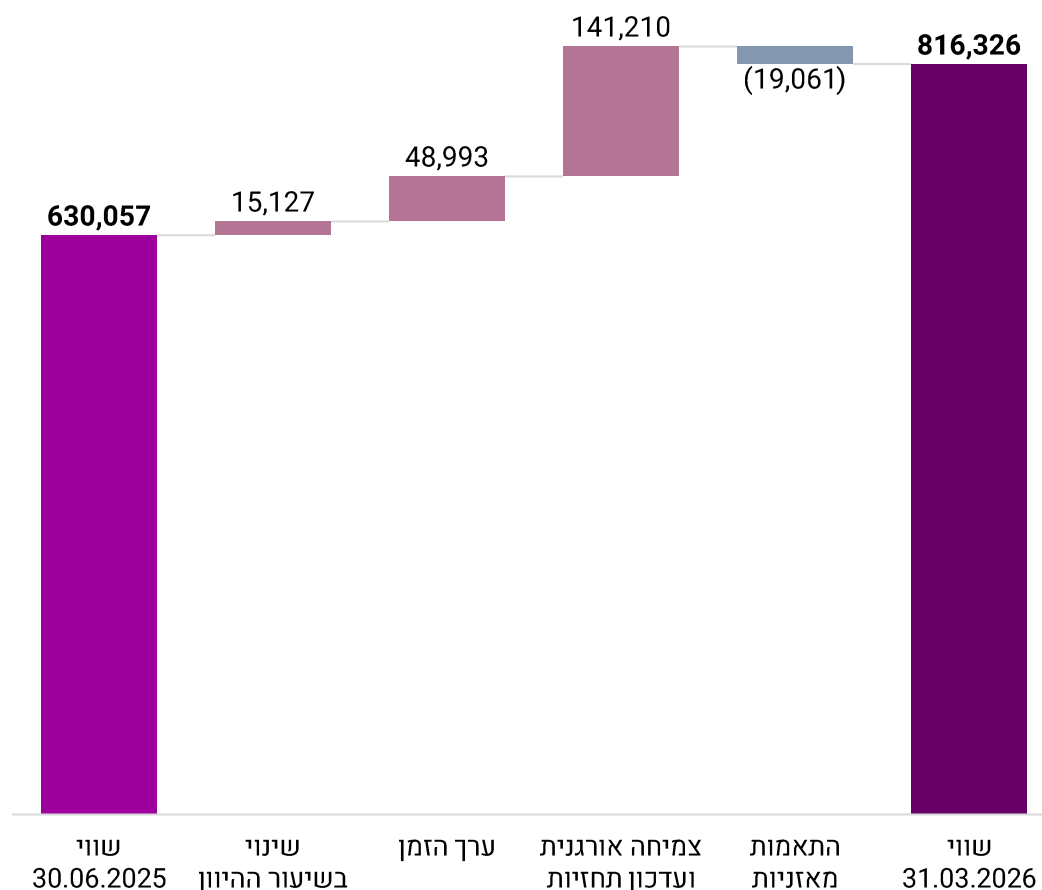
אלפי ש"ח	31/03/2026
פעילות ההיסעים (100%)	816,326
מטרופולין (100%)	713,724
ב.ג מוטורס (45%)	15,750
שווי הון עצמי בון תור	1,545,800
שווי אחזקות ג'נריישן קפיטל בבון תור (75.66%)	1,169,553



נספחים

השוואה בין שווי פעילות ההיסעים בעבודה הנוכחית ביחס לעבודה הקודמת

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



להלן השוואה בין שווי פעילות ההיסעים בהערכת השווי ל-31.03.2026 ביחס להערכת השווי ליום 30.06.2025:

אלפי ₪	31/03/2026	30/06/2025
שיעור היוון – WACC	10.40%	10.50%
שיעור צמיחה פרמננטית	4.00%	4.00%
שווי תזרימים מהוונים	1,022,827	855,618
הלוואת בעלים למטרופולין	(65,000)	
שווי אופציות פאנטום	(15,727)	(16,235)
שווי פעילות	1,007,100	774,383
חוב פיננסי, נטו	(170,773)	(144,326)
התאמת שווי עקב חלוקת דיבידנד	(20,000)	
שווי הון עצמי	816,326	630,057

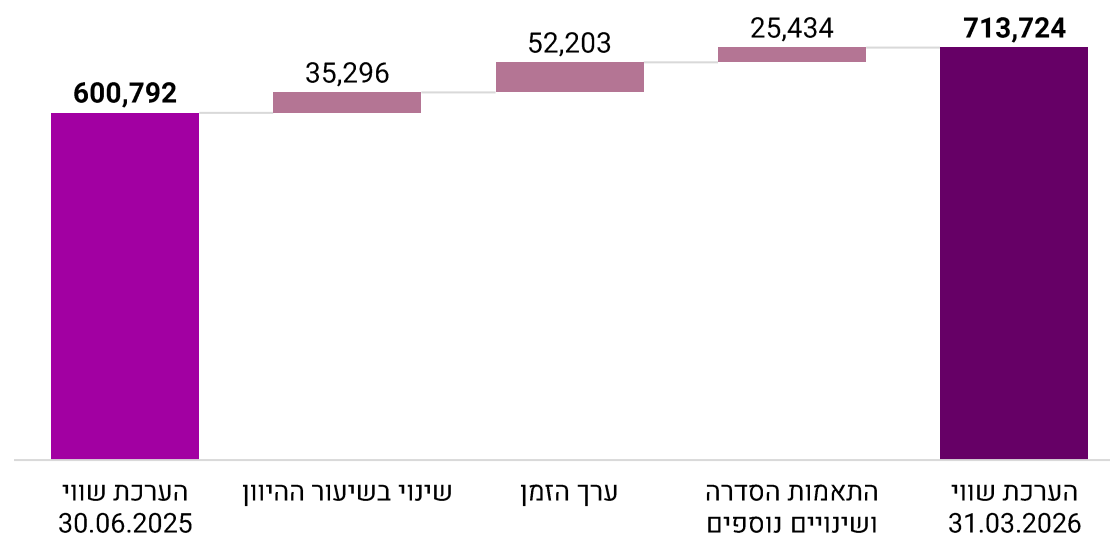


נספחים

השוואה בין שווי מטרופולין בעבודה הנוכחית ביחס לעבודה הקודמת

להלן השוואה בין שווי מטרופולין בהערכת השווי ל-31.03.2026 ביחס להערכת השווי ליום 30.06.2025:

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



אלפי ₪	31/03/2026	30/06/2025
שיעור היוון - Ke	11.1%	11.75%
שיעור היוון לפעילות הטרמינלית - Ke	13.1%	13.75%
שווי הון עצמי אשכולות קיימים	504,191	392,965
מזומן	74,052	34,266
הזרמת הון בגין הקמת אשכולות		65,000
שווי בסיסי אשכולות קיימים	578,243	492,231
תוספת חידוש אשכולות בגמר זיכיון	135,481	108,561
שווי כולל חידוש אשכולות	713,724	600,792

הערכת שווי של חברת PowerGen ליום 31 במרץ 20261. מתודולוגיה

לדוח רבעון רביעי לשנת 2025 של ג'נריישן קפיטל בע"מ ("הקרן") שפורסם ביום 22 במרץ 2026 צירפה הקרן הערכת שווי שביצע מעריך שווי חיצוני לחברת פאוורג'ן בע"מ ("PowerGen") ליום 31 בדצמבר 2025 ("הערכת השווי החיצונית").

הקרן בחנה את ההנחות העיקריות העומדות בבסיס הערכת השווי החיצונית, ששינוי בהן עשוי להשפיע מהותית על שווייה של PowerGen. מסקנת הבחינה היא, שפוטנציאל השפעת מכלול השינויים בהנחות העיקריות בהערכת השווי החיצונית באופן מצטבר על שווייה של PowerGen בכללותה בהתאם להערכת השווי כאמור, אינה מהותית.

משמעות הדבר היא שבתקופה שחלפה ממועד הערכת השווי הקודמת (31 בדצמבר 2025) ועד ליום 31 במרץ 2026 קיבלו בעלי המניות ב-PowerGen 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 השווי ההוגן של חלקה בכל אחת מהפעילויות של PowerGen 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-PowerGen, ככל שקיבלה ובתוספת השקעות שבוצעו ב-PowerGen 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 שווייה של PowerGen בכללותה בהתאם להערכת השווי כאמור, הינה מהותית, לפי המוקדם.



2. הערכת השווי

סה"כ	נכסים נוספים (MRC, PSP) ריינזיר, בזק-ג', זאן טעינה, יבולי שמש)	תחנות כוח צפוניות וחופיות	פעילות סולארית	פעילויות סולו ¹	
אלפי ש"ח					
100%					שיעור ההחזקה של הקרן ב- PowerGen
	50%-16.67%	-35% 86.2%	100%	100%	שיעור ההחזקה של PowerGen בנכסים
2,040,392	999,833	690,991	567,704	(218,136)	שווי ההשקעה של הקרן בנכסים בהתאם להערכת שווי חיצונית (31 בדצמבר 2025)
	23.02%-8.25%	-9% 13.28%	-9.67% 9.74%	-11.27% 11.63%	תשואה צפויה לבעלים בהתאם להערכת שווי חיצונית
3 חודשים					התקופה שחלפה ממועד הערכת השווי החיצונית
2,094,714	1,029,283	709,085	580,831	(224,485)	שווי ההשקעה של ליום 31 במרץ 2026 לאחר קידום תשואה לבעלים ולפני הכנסות שהתקבלו והשקעות נוספות שבוצעו
160,439					השקעות נוספות
2,255,153					שווי ההשקעה ליום 31 במרץ 2026

אני נותן בזאת הסכמתי לצירוף הערכת שווי זו לדוח רבעון ראשון לשנת 2026 של הקרן.

25/05/2026

תאריך

איתי פלד

סמנכ"ל כספים

ג'נריישן קפיטל בע"מ

¹ כולל את נכסי הייזום והתאמות הקשורות לנתוני הסולו של PowerGen.



הערכת שווי של חברת Porterbrook Holding I Limited ליום 31 במרץ 2026

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 ליש"ט. ביום 18 במרץ 2026 הקרן והמציעה חתמו על הסכם מחייב למכירת ההחזקות בפורטרברוק כאמור.

לאור זאת, ובהתחשב בכך שהשווי הנגזר מההצעה מצד המציעה מהווה אינדיקציה חיצונית לשווייה של ההשקעה בפורטרברוק, מודדת הקרן את השקעתה בפורטרברוק בהתאם לשווי הנגזר מההסכם המחייב (מתורגמת לשקל לפי שער הפאונד-ש"ח היציג נכון ליום 31 במרץ 2026), בניכוי שווין ההוגן של עסקאות ההגנה נכון ליום 31 במרץ 2026.

הערכת השווי:

אלפי ש"ח	
470,963	שווי ההשקעה ליום 31 במרץ 2026

אני נותן בזאת הסכמתי לצירוף הערכת שווי זו לדוח רבעון ראשון לשנת 2026 של הקרן.

25/05/2026

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

25 במאי 2026

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 הדוח שלנו המפורט להלן בהצעות המדף שתפרסם החברה וככל שתפרסם בקשר לתשקיף המדף מחודש אוגוסט 2025 :

דוח סקירה של רואה החשבון המבקר מיום 25 במאי 2026 על מידע כספי תמציתי של החברה ליום 31 במרס 2026 ולתקופה של שלושה חודשים שהסתיימה באותו תאריך.

בכבוד רב,

סומך חייקין
רואי חשבון



ג'נריישן קפיטל בע"מ

דוח רבעוני בדבר אפקטיביות הבקרה הפנימית על הדיווח הכספי ועל הגילוי

לפי תקנה 38ג(א) לתקנות ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומיידיים), התש"ל-1970

ההנהלה, בפקוח הדירקטוריון של ג'נריישן קפיטל בע"מ ("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 בקורות 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, בפקוח דירקטוריון התאגיד ואשר נועדו לספק ביטחון סביר 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, בקורות 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 לדרישות 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.

בדוח השנתי בדבר אפקטיביות הבקרה הפנימית על הדיווח הכספי ועל הגילוי אשר צורף לדוח התקופתי לתקופה שנתיימה ביום 31 בדצמבר 2025 ("הדוח השנתי בדבר הבקרה הפנימית האחרון"), העריכו הדירקטוריון וההנהלה את הבקרה הפנימית בתאגיד; בהתבסס על הערכה זו, הדירקטוריון והנהלת התאגיד הגיעו למסקנה כי הבקרה הפנימית כאמור, ליום 31 בדצמבר 2025 היא אפקטיבית.

עד למועד הדוח, לא הובא לידיעת הדירקטוריון וההנהלה כל אירוע או עניין שיש בהם כדי לשנות את הערכת האפקטיביות של הבקרה הפנימית, כפי שהובאה במסגרת הדוח השנתי בדבר הבקרה הפנימית האחרון.

למועד הדוח, בהתבסס על הערכת האפקטיביות של הבקרה הפנימית בדוח השנתי בדבר הבקרה הפנימית האחרון, ובהתבסס על מידע שהובא לידיעת ההנהלה והדירקטוריון כאמור לעיל, הבקרה הפנימית היא אפקטיבית.



הצהרת מנהלים

הצהרת מנהל כללי לפי תקנה 38ג(ד)(1):

אני, ארז בלשה, מצהיר כי:

1. בחנתי את הדוח הרבעוני של ג'נריישן קפיטל בע"מ ("התאגיד") לרבעון הראשון של שנת 2026 ("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 בקורות ונהלים, או וידאתי קביעתם וקיומם תחת פיקוחי של בקורות ונהלים, המיועדים להבטיח שמידע מהותי המתייחס לתאגיד, מובא לידיעתי על ידי אחרים בתאגיד, בפרט במהלך תקופת ההכנה של הדוחות; וכן –
 - (ב) קבעתי בקורות ונהלים, או וידאתי קביעתם וקיומם תחת פיקוחי של בקורות ונהלים, המיועדים להבטיח באופן סביר את מהימנות הדיווח הכספי והכנת הדוחות הכספיים בהתאם להוראות הדין, לרבות בהתאם לכללי חשבונאות מקובלים;
 - (ג) לא הובא לידיעתי כל אירוע או עניין שחל במהלך התקופה שבין מועד הדוח האחרון (רבעוני או תקופתי, לפי העניין) לבין מועד דוח זה, אשר יש בו כדי לשנות את מסקנת הדירקטוריון וההנהלה בנוגע לאפקטיביות הבקרה הפנימית על הדיווח הכספי ועל הגילוי של התאגיד.
- אין באמור לעיל כדי לגרוע מאחריותי או מאחריות כל אדם אחר, על פי כל דין.

25 במאי 2026

ארז בלשה,
מנהל כללי ודירקטור



הצהרת מנהלים

הצהרת נושא המשרה הבכיר ביותר בתחום הכספים לפי תקנה 38ג(ד)(2):

אני, איתי פלד, מצהיר כי:

1. בחנתי את הדוחות הכספיים ביניים ואת המידע הכספי האחר הכלול בדוחות לתקופת הביניים של ג'ניירישן קפיטל בע"מ ("התאגיד") לרבעון הראשון של שנת 2026 ("הדוחות" או "הדוחות לתקופת הביניים");
 2. לפי ידיעתי, הדוחות הכספיים ביניים והמידע הכספי האחר הכלול בדוחות לתקופת הביניים 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 ביניים והמידע הכספי האחר הכלול בדוחות לתקופת הביניים 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 ביניים ולמידע הכספי האחר הכלול בדוחות לתקופת הביניים, 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 בקורות ונהלים, או וידאתי קביעתם וקיומם תחת פיקוחנו של בקורות ונהלים, המיועדים להבטיח שמידע מהותי המתייחס לתאגיד, מובא לידיעתי על ידי אחרים בתאגיד, בפרט במהלך תקופת ההכנה של הדוחות; וכן –
- (ב) קבעתי בקורות ונהלים, או וידאתי קביעתם וקיומם תחת פיקוחי של בקורות ונהלים, המיועדים להבטיח באופן סביר את מהימנות הדיווח הכספי והכנת הדוחות הכספיים בהתאם להוראות הדין, לרבות בהתאם לכללי חשבונאות מקובלים;
- (ג) לא הובא לידיעתי כל אירוע או עניין שחל במהלך התקופה שבין מועד הדוח האחרון (רבעוני או תקופתי, לפי העניין) לבין מועד דוח זה, המתייחס לדוחות הכספיים ביניים ולכל מידע כספי אחר הכלול בדוחות לתקופת הביניים, אשר יש בו כדי לשנות, להערכתי את מסקנת הדירקטוריון וההנהלה בנוגע לאפקטיביות הבקרה הפנימית על הדיווח הכספי ועל הגילוי של התאגיד.

אין באמור לעיל כדי לגרוע מאחריותי או מאחריות כל אדם אחר, על פי כל דין.

25 במאי 2026

איתי פלד,
סמנכ"ל כספים