



קרן השקעות סחירה בתחום התשתיות והאנרגיה

generation
for generations to come

דוח הדירקטוריון על מצב ענייני הקרן

ליום 30 ביוני 2026

דוח הדירקטוריון על מצב ענייני הקרן ליום 30 ביוני 2026

דירקטוריון ג'נרیشن קפיטל בע"מ ("הקרן" או "החברה") מתכבד להגיש בזה את דוח הדירקטוריון על מצב ענייני הקרן לתקופה של שלושה ושישה חודשים שהסתיימו ביום 30 ביוני 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.



המחצית הראשונה של שנת 2026 מהווה ציון דרך משמעותי בהתפתחותה של ג'נרیشن קפיטל וממחישה את הערך שנוצר מאסטרטגיית ה-value-add ארוכת הטווח שהובלנו בשנים האחרונות. במחצית הראשונה, הקרן הציגה תוצאות פיננסיות חזקות המשקפות רווח לפני מס של מעל ל-1 מיליארד ש"ח, עלייה בהון העצמי לכ-5 מיליארד ש"ח ועלייה בשווי הנכסים המנוהלים לכ-5.8 מיליארד ש"ח.

תוצאות אלו נסמכות על מספר עוגנים עסקיים משמעותיים אשר מספקים אינדיקציה חיצונית וברורה לשינויים בערכם של נכסי הפורטפוליו: עסקת ההשקעה של קבוצת הפניקס ב-PowerGen שבוצעה לפי שווי של כ-3.25 מיליארד ש"ח, גבוה משמעותית משווי הנכס בספרים, המשך העצמת תחום התחבורה הן בהיסעים והן בתחבורה הציבורית, שהובילה לעליית הערך ברבעון הראשון, והצמיחה המשמעותית שנצפתה בפעילות BlueGen ובפיילין הייזום, בדגש על תחום הפסולת.

חלק מרכזי מעליית ערך ההחזקה ב-BlueGen בשווי כולל של כ-474 מיליון ש"ח, נובע מפעולות ייזום והשבחה מהותיות שביצענו בחברה. בשנה האחרונה, הורחבה משמעותית פעילות הפסולת, בדגש על 4 פרויקטים חדשים: זכייה במכרז הראשון מסוגו בארץ להקמת מתקן להשבת אנרגיה מפסולת (WTE) בנאות חובב, ו-3 מתקני מיון וטיפול חדשים. במקביל, קודמו מספר פרויקטים משמעותיים לקראת שלב ההפעלה, ביניהם מתקן סמארט וייסט הצפוי להתחיל לפעול בחודשים הקרובים ותחנת הכוח באשדוד. במקביל, צמח הפייפליין של חטיבת ה-EPC, בחלקו לאור הזכייה בפרויקט ההתפלה סבחה באילת, והצבר החתום הגיע לכ-1.7 מיליארד ש"ח. מכלול מהלכים אלה, לצד היתרונות לגודל והסינרגיות הרבות שמייצר מיזוג זרוע הפסולת, עתיד להזין את המשך הצמיחה בהיקף הפעילות, ולהביא לגידול משמעותי בתזרימי המזומנים בשנים הקרובות.

במקביל לתוצאות החזקות, התאפינה התקופה בשורה של מהלכים אסטרטגיים משמעותיים, ובראשם חתימה על ההסכם לרכישת חברת שיכון ובינוי אנרגיה באמצעות PowerGen, אלו התלוו מהלכים משלימים עם גופים נוספים. מדובר במהלך טרנספורמטיבי, אשר צפוי להציב את PowerGen כאחת מחברות האנרגיה המובילות בישראל, עם יכולות צמיחה משמעותיות בהיקפי ייצור האנרגיה המתחדשת אשר יופנו להרחבת פעילות אספקת החשמל, צבר פרויקטים נרחב בהקמה, פיתוח וייזום יכולת מגוונת בייצור חשמל ובייזום תחנות כוח חדשות. העסקה מצטרפת לשורת מהלכים שביצעה PowerGen בשנה האחרונה, לרבות התקדמות לסגירה פיננסית בתחנת ריינדי, רכישת חברת יבולי שמש, קבלת הסמכות לתחנות כוח חדשות, המשך פיתוח פרוייקט PV ואגירה, והכנסת גופים מוסדיים כשותפים אסטרטגיים. מכלול מהלכים אלו צפוי להרחיב את פוטנציאל הייזום, להגדיל את בסיס התזרימים ולייצר סינרגיות לאורך שרשרת הערך ולהמשיך להזניק את שווייה של PowerGen בראייה צופה פני עתיד.

לצד השלמת העסקאות והמהלכים האסטרטגיים שעל הפרק, ביצעה הקרן בחודשים האחרונים גיוס הון בהיקף של כמיליארד ש"ח בהשתתפות כל הגופים המוסדיים הגדולים וגופי ההשקעה המובילים בשוק, והשלימה את מימוש חברת הרכבות הבריטיות פורטרברוק בתמורה לסך של כחצי מיליארד שקל. לאור זאת, הקרן נהנית כיום מבסיס פיננסי איתן ומינוף נמוך המאפשרים ניצול הזדמנויות השקעה איכותיות ומהזדמנויות צמיחה בכל תחומי הפעילות.

תחום התשתיות והאנרגיה נמצא היום במוקד העשייה הלאומית עם צפי להשקעות ענק, וג'נרیشن נמצאת בעמדה מצוינת ליהנות מכך. אנו מביטים קדימה בביטחון ובציפייה ומאמינים שהשנים הקרובות יובילו לצמיחה משמעותית נוספת עבור ג'נרیشن, וכי הערך שנבנה היום בנכסים ישתקף בתוצאות העסקיות ובתשואה לבעלי המניות לאורך זמן.

בשם הדירקטוריון והנהלה, אנו מבקשים להודות לכם על האמון המתמשך ועל השותפות בדרך. נמשיך לפעול בנחישות, באחריות ובמקצועיות כדי להצמיח את הקרן וליצור ערך ארוך טווח עבור כלל בעלי המניות.

בברכת שנה טובה,

ארז בלשה

מנכ"ל ומייסד הקרן

יוסף זינגר

יו"ר הדירקטוריון ומייסד הקרן



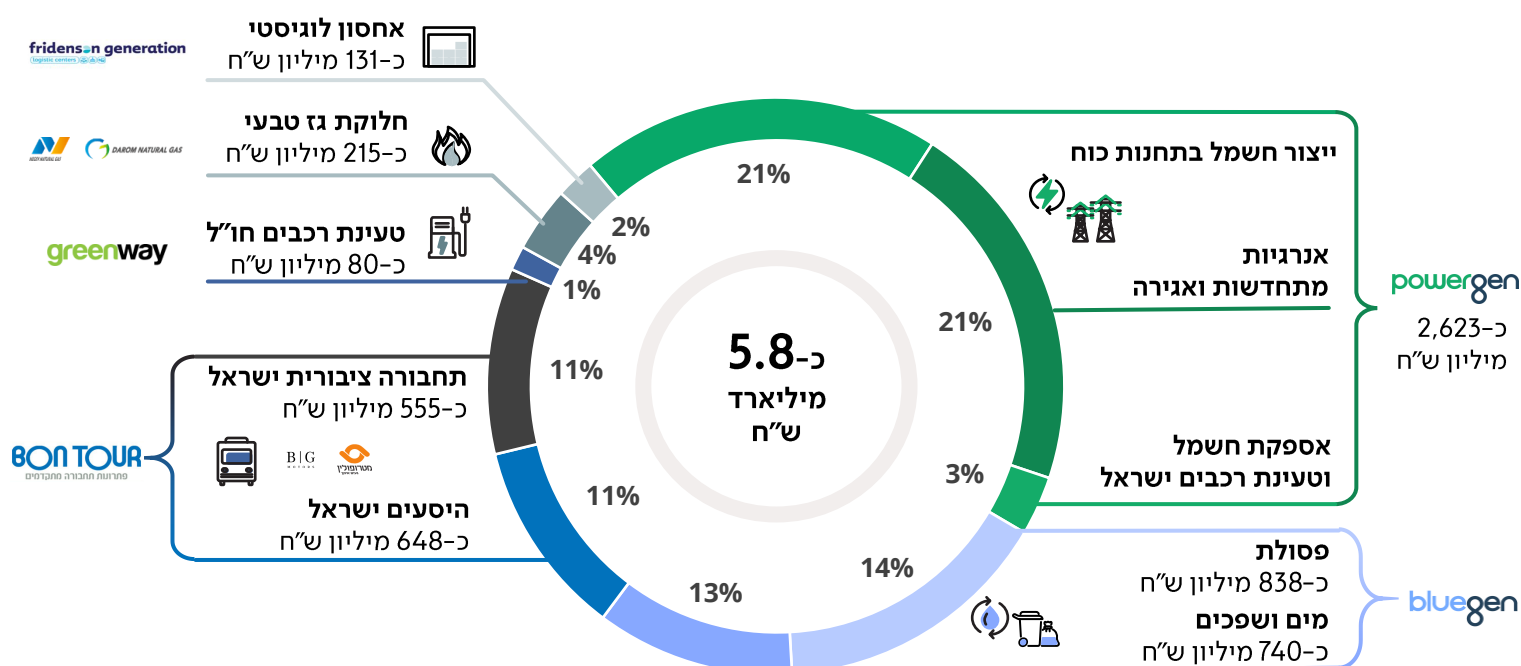


ג'נריישן קפיטל

ג'נריישן קפיטל בע"מ הינה קרן התשתיות הציבורית הראשונה והגדולה בישראל אשר מביאה את היתרונות הייחודיים של עולם התשתיות והאנרגיה לשוק 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 בהשקעה נכסים בפעילויות השונות. הקרן פועלת בגישת השקעה פרו-אקטיבית, המעמידה את יצירת הערך והיזמות העסקית כמוטיב מרכזי, ובהתאם שמה דגש על אקטיביות ניהולית, גיבוש 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 בהם היא פועלת, זאת לצד תזרימים גבוהים ויציבים.

להלן שווי השקעות הקרן נכון ליום 30 ביוני 2026:





תמצית ביצועים פיננסיים של הקרן במהלך ששת החודשים הראשונים של 2026

כ-50%

תשואה על ההשקעות
במונחים שנתיים²

כ-78%

תשואה על ההון לפני מס
במונחים שנתיים¹

כ-5 מיליארד ש"ח
הון עצמי

כ-5.8 מיליארד ש"ח
שווי הוגן ההשקעות

50 מיליון ש"ח
דיבידנד שהוכרז
וחולק

כ-1,053 מיליון ש"ח
רווח לפני מס

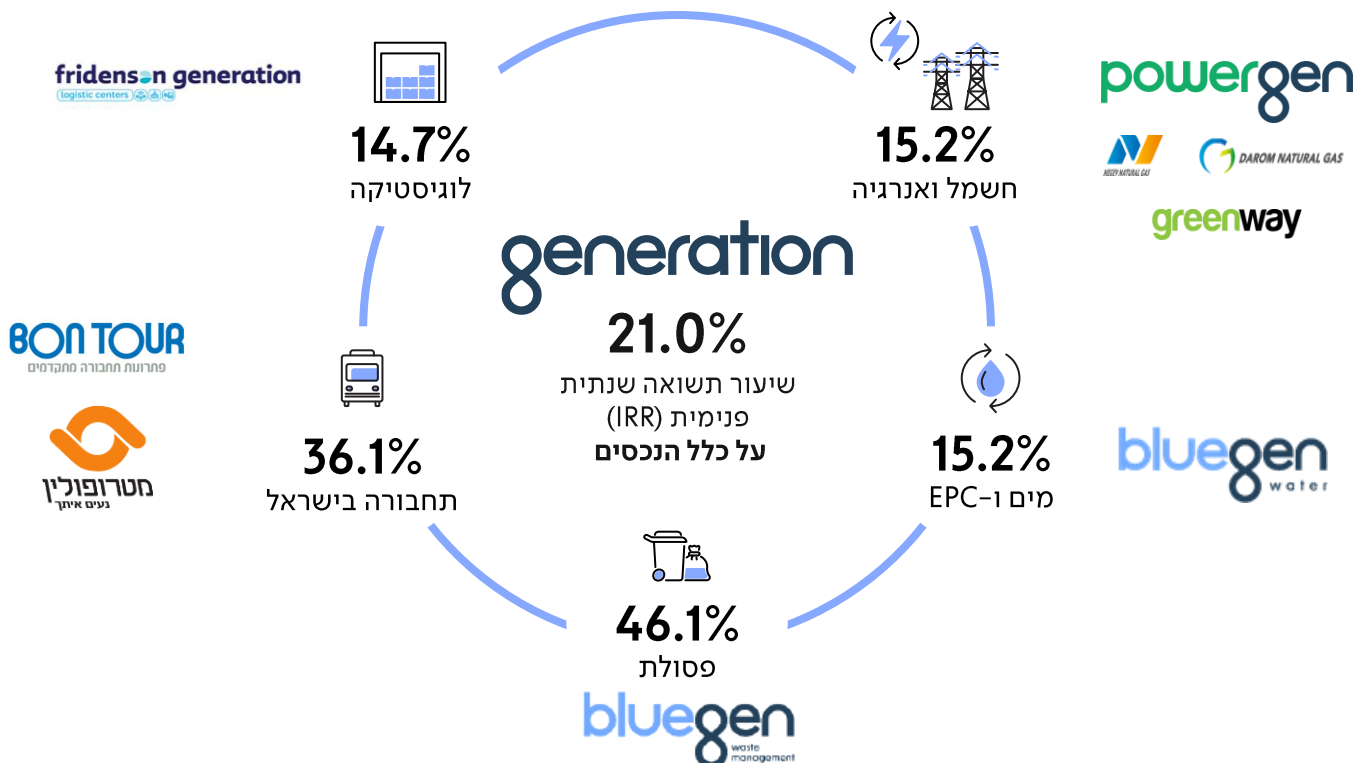
כ-112 מיליון ש"ח
הכנסות תזרימיות

כ-2.53 ש"ח
NAV למניה
(בנטרול מסים נדחים)

כ-42 אג' למניה
FFO ג'נריישן⁴ למניה
(במונחים שנתיים)

כ-615 מיליון ש"ח
EBITDA Adjusted מצרפי³
ל-6 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 השייר 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 שישה חודשים שהסתיימה ביום 30 ביוני 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	שיעור קידום התשואה לבעלים (Ke)	מועד הערכת שווי חיצונית	מודל הערכת השווי	שווי החזקות הקרן	התאמות שווי הוגן	השקעות נוספות (מימושים)	שווי השקעות הקרן	שיעור החזקה	באמצעות	תחום תשתית ("סקטור")
				30/06/26	שישה חודשים שהסתיימו ב-30 ביוני 2026	31/12/25				
שישה חודשים שהסתיימו ב-30 ביוני 2026 (אלפי ש"ח)				באלפי ש"ח						
51,535	11.7%	30/06/26	⁵ DCF	1,578,584	467,859	-	1,110,725	80.01%	BlueGen	 סביבה
25,000	11.6%	30/06/26	מבוסס עסקה ⁶	2,622,807	341,080	241,335	2,040,392	100%	PowerGen	
-	23%	31/03/25	DCF וקידום תשואה לבעלים ⁷	80,439	6,881	-	73,558	13.2%	Greenway	 חשמל ואנרגיה
-	11.5%	31/12/24	DCF וקידום תשואה לבעלים ⁸	215,021	11,301	-	203,720	33.33%	חברות חלוקת הגז	
16,383	12%	31/03/26	DCF וקידום תשואה לבעלים ⁹	1,202,507	197,864	-	1,004,643	75.7%	בון תור	 תחבורה
19,550	-	-	-	-	(14,295)	(481,150)	495,445	-	Porterbrook	
-	11.9%	30/09/25	DCF וקידום תשואה לבעלים ¹⁰	130,924	7,107	-	123,817	50%	פרידנזון-גנריישן מרכזים לוגיסטיים	 לוגיסטיקה
112,468	11.9% - ממוצע משוקלל של התשואה לבעלים (Ke)			5,830,282	1,017,797	(239,815)	5,052,300		סה"כ	

- ליום 30 ביוני 2026, שווי ההון של ההשקעה נאמד באמצעות הערכת שווי חיצונית שבוצעה ליום 30 ביוני 2026, במודל היוון תזרימי מזומנים צפויים (DCF).
- ליום 30 ביוני 2026, שווי ההון של ההשקעה נקבע על בסיס עסקה עם גופים מקבוצת הפניקס ("עסקת PowerGen הפניקס"). לפרטים נוספים ראו סעיף 1.6.1 לדוח הדירקטוריון.
- ליום 30 ביוני 2026, שווי ההון 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 ועד ליום 30 ביוני 2026.
- ליום 30 ביוני 2026, שווי ההון 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 30 ביוני 2026.
- ליום 30 ביוני 2026, שווי ההון של ההשקעה נאמד באמצעות הערכת שווי חיצונית שבוצעה ליום 31 במרץ 2026, במודל היוון תזרימי מזומנים צפויים (DCF) ועל ידי קידום התשואה לבעלים עד ליום 30 ביוני 2026.
- ליום 30 ביוני 2026, שווי ההון 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 30 ביוני 2026.



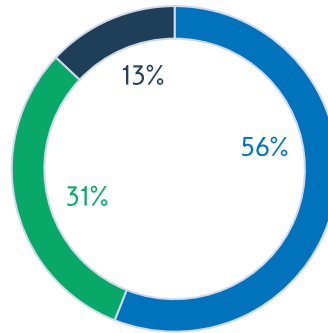
מאפייני הפורטפוליו

שליטה

בפורטפוליו מגוון וצומח

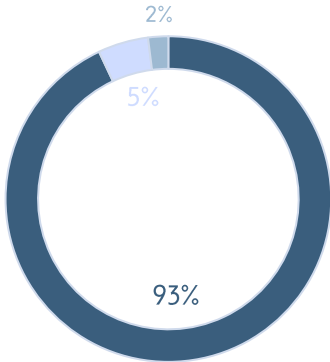
פוטנציאל מהותי לעליית ערך של נכסי הפיתוח, הייזום וההקמה

תמהיל הפורטפוליו¹¹



מניב פיתוח וייזום בהקמה ולקראת הקמה

שיעורי בעלות¹¹

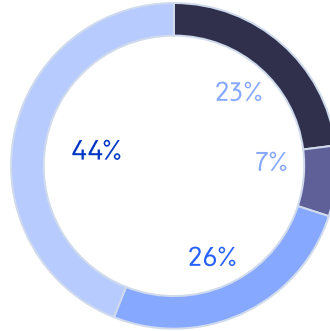


שליטה ללא שליטה שליטה משותפת

תזרים יציב

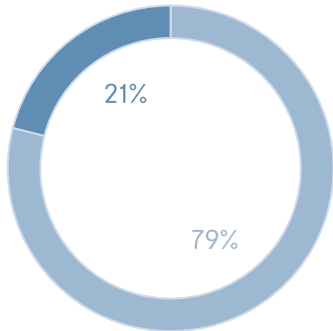
תזרים הכנסות מבוסס חוזים ארוכי טווח עם הגנות

תקופת ההתקשרויות פרופורמה^{12,13}



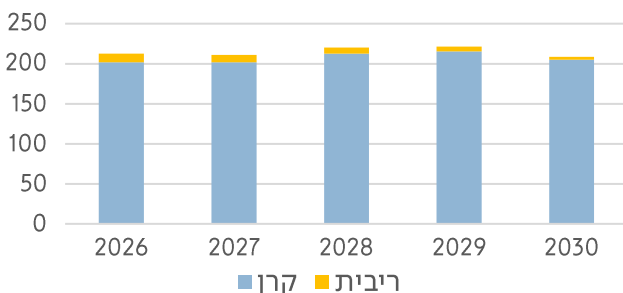
1-2 שנים 3-4 שנים 5-9 שנים 10+ שנים

מאפייני התקשרויות¹²



PPP, טווח ארוך והסדרות מדינה תלוי ביקוש

לוח סילוקין אגרות חוב פרוס היטב ללא עומס פירעונות בשנים הקרובות



פרופיל פיננסי שמרני¹⁴

מדיניות המינוף הסולידית של הקרן מובילה לפרופיל פיננסי איתן

1.6- כ"מיליארד ש"ח יתרות נזילות¹⁴

ilA+ דירוג אגרות החוב על ידי S&P מעלות

265- כ"מיליון ש"ח חוב פיננסי נטו

5%- כ"שיעור מינוף (חוב פיננסי נטו לסך נכסים)

¹¹ הנתונים עודכנו נכון ליום 30 ביוני 2026.

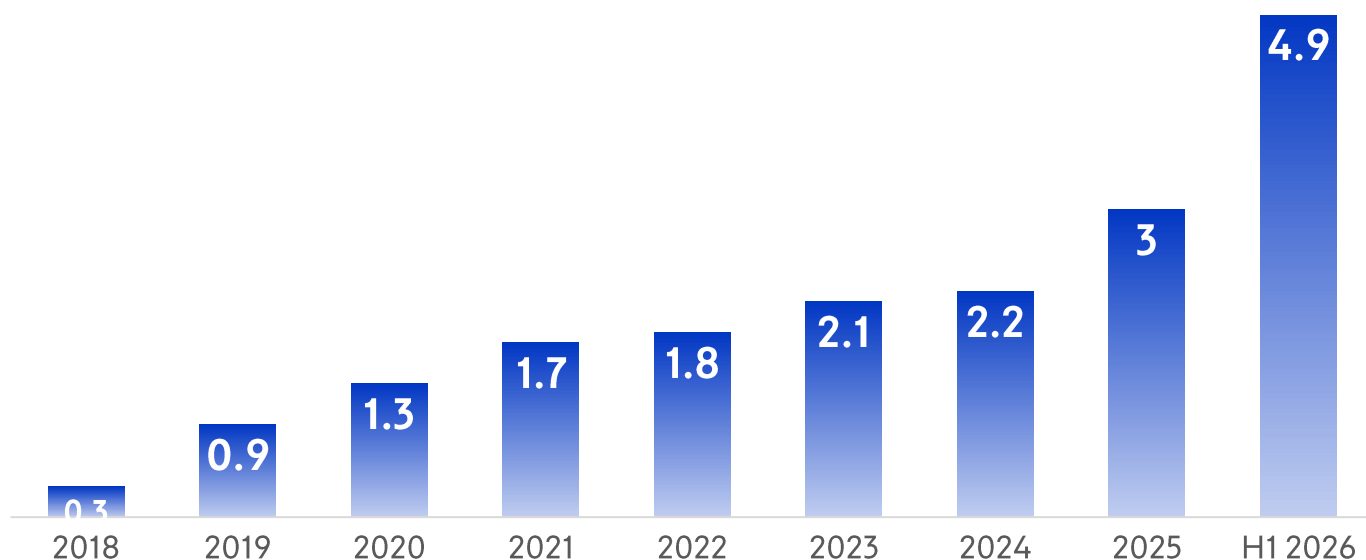
¹² בחינת תקופת ההתקשרויות החוזיות של נכסי הפורטפוליו ומאפייני ההתקשרויות בוצעה באמצעות פילוח חלקה של הקרן בהכנסות של נכסי הפורטפוליו לשנת 2025. לגבי תקופת ההתקשרויות – נבחנו ההתקשרויות החוזיות שהניבו את ההכנסות האמורות על סמך מיפוי ההסכמים של נכסי הפורטפוליו מול הלקוחות, תוך שילוב הנחות שונות במקרים 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 מממתקן ההתפלה בפלמחים נכללות בתקופה של 10 שנים ומעלה. היות ומדובר בפרויקט מסוג BOO, ולאור ההסכמות שגובשו עם בעל זכויות החכירה בקרקע, מעריכה הקרן כי בתום תקופת הזיכיון הנוכחית תגובשנה הסכמות חדשות עם המדינה, כך שהמתקן ימשיך להיות מופעל על ידי שותפות פלמחים 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.

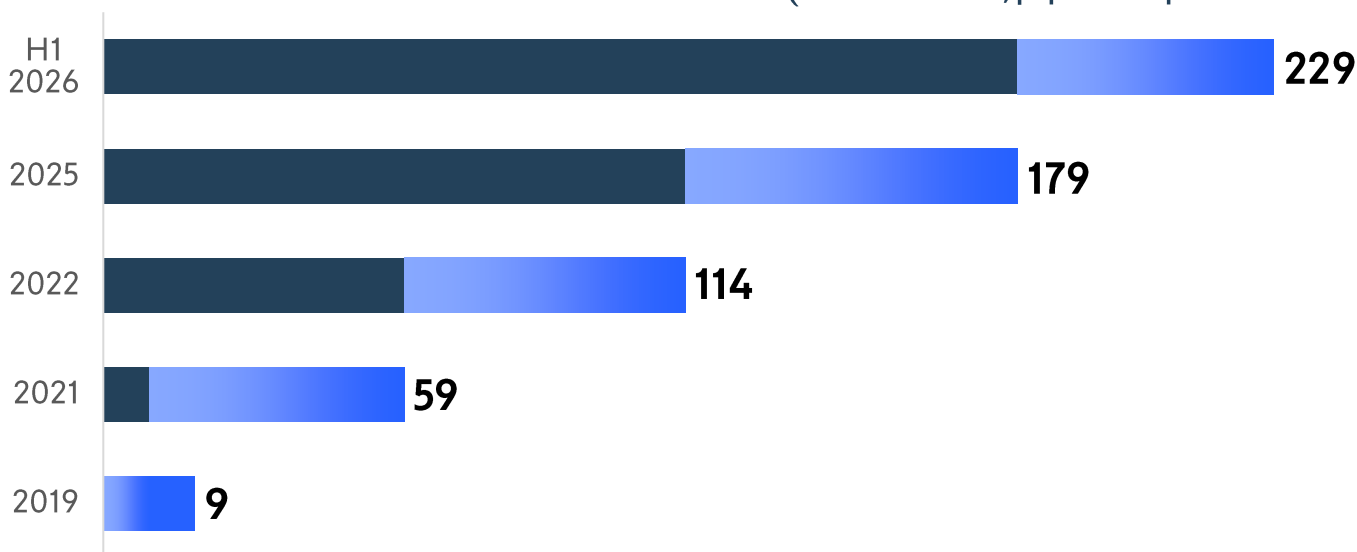
¹⁴ נתוני החוב פיננסי נטו, שיעור המינוף והיתרות הנזילות (כוללות מזומנים, שווי מזומנים ויתרות מסגרות אשראי מחייבות ולא מנוצלות) מוצגים נכון למועד פרסום הדוח.



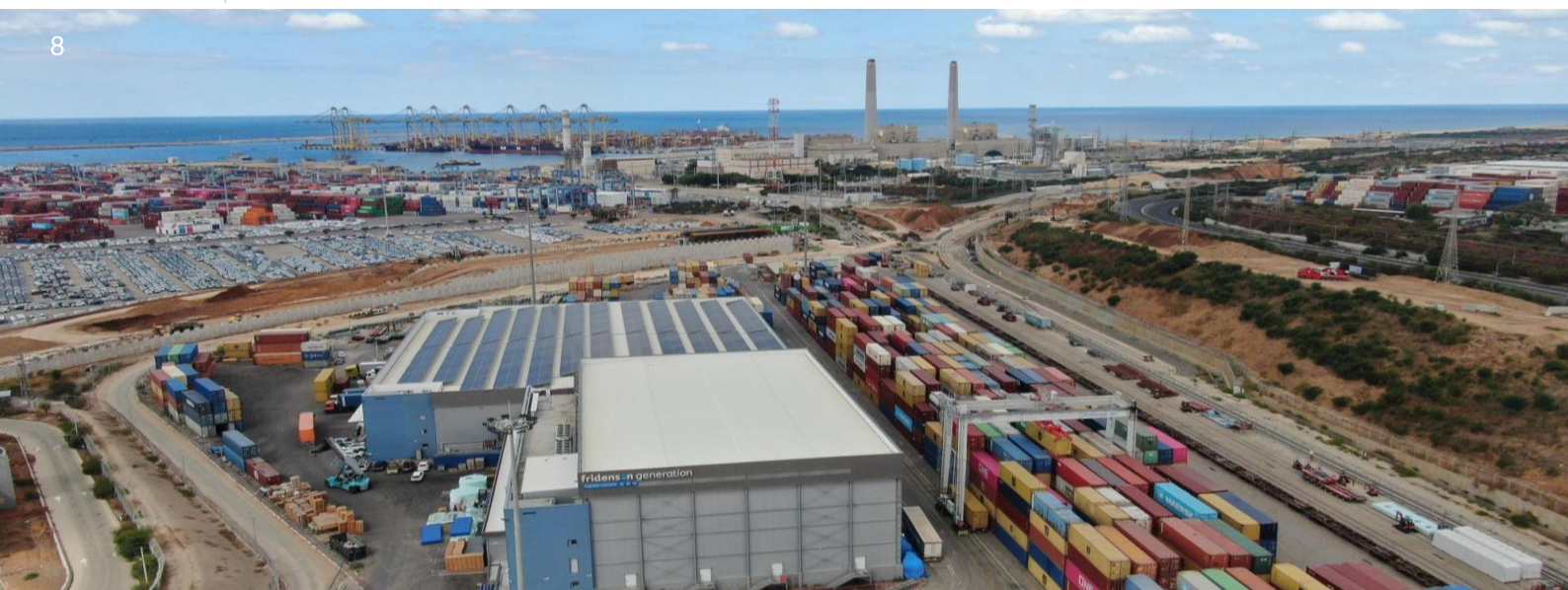
התפתחות ההון העצמי ממועד הקמת הקרן (מיליארד ש"ח)



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

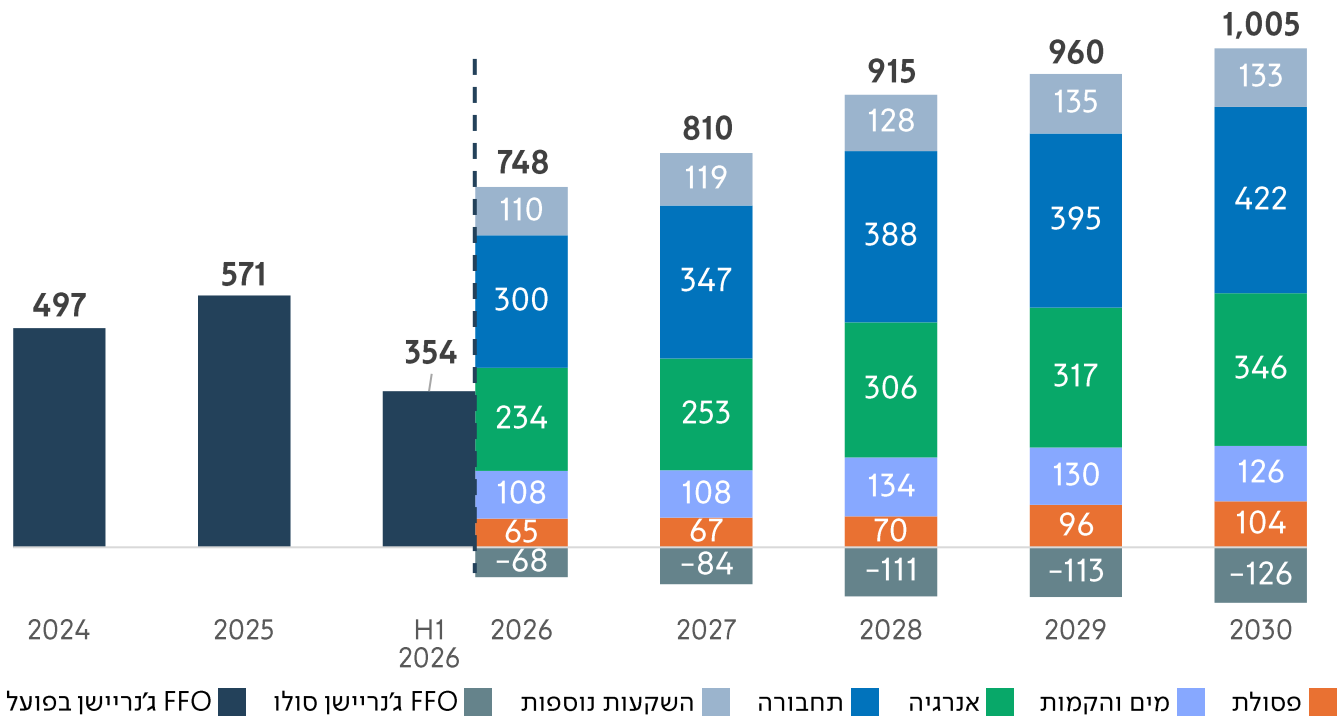


8





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



טבלת פרויקטים מהותיים בהקמה

פרויקטים בהקמה	עלות הקמה משוערת ^{17,18} (מ"ח) (CAPEX)	סטטוס הקמה (%)	מועד משוער לסיום הקמה ¹⁸	תקופת זיכיון/רישיון / אסדרה (שנים)
סמארט ווייסט (BlueGen Waste דרך 50%)	1,053 ¹⁹	88% (כ-93% הנדסי)	רבעון 1, 2027	25 שנים מתום ההקמה
דיה (BlueGen Waste דרך 100%)	335	45%	רבעון 3, 2027	25 שנים מתום ההקמה
אשדוד התפלה (BlueGen דרך 50%)	890	100%	פעיל	19
אשדוד IPP (BlueGen דרך 50%)		73% (כ-81% הנדסי)	רבעון 4, 2026	19
מתקני PV אגירה ואגירה SA (PowerGen דרך 90%-100%)	973 ²⁰	15%	2026-2029	18-25
WTE נאות חובב (BlueGen Waste דרך 54.5%)	1,500	זכייה חדשה, לקראת הקמה	2030	25 שנים מתום ההקמה
ריינדר (PowerGen דרך 27.5%)	5,294	לקראת סגירה פיננסית	2030	25 שנים מתום ההקמה
סה"כ	10,045			

¹⁵ כהגדרת מונח זה בהערת שוליים 4 לעיל.

¹⁶ תחזית FFO ג'נריישן המתוארת בגרף זה, אשר הוצגה במסגרת הדוח התקופתי של הקרן לשנת 2025, הינה בגדר מידע צופה פני עתיד כמשמעו בחוק ניירות ערך, והיא מתבססת על המידע הידוע לקרן נכון למועד פרסום הדוח, וכן על שאיפותיה, הנחותיה והערכותיה של הקרן, בין היתר בדבר השלמת ההקמות של נכסים בהקמה או לקראת הקמה. באשר לימוש ההשקעה בפורטרברוק, התחזית מניחה כי תמורת המכירה תושקע מחדש בהשקעה חדשה אשר תייצר FFO דומה ל-FFO החזוי בגין ההשקעה בפורטרברוק. נתונים אלו עלולים להשתנות, בין היתר, כתוצאה מאי השלמת ההקמה של איזה מהנכסים המפורטים בטבלה שלעיל וזאת כתוצאה משינויים במצב הכלכלי בישראל, במגמות ושינויים בענפי הפעילות השונים וכן כתוצאה מהתממשות איזה מגורמי הסיכון המפורטים בסעיף 18 לפרק ב' בדוח התקופתי לשנת 2025.

¹⁷ עלויות הקמה בלבד, ללא רווח קבלני.

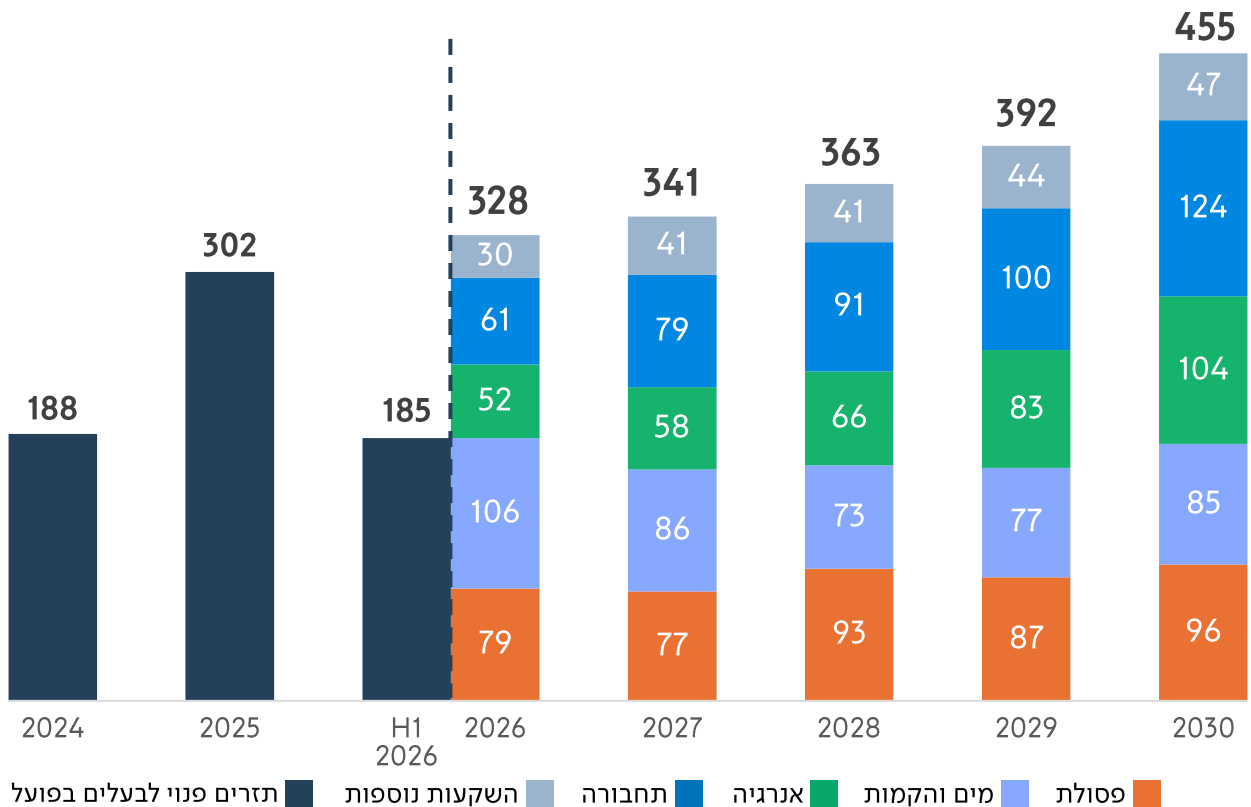
¹⁸ התאריך המשוער לסיום ההקמה ועלויות ההקמה המשוערות הינם בגדר מידע צופה פני עתיד, המתבסס על המידע הידוע לקרן נכון למועד פרסום הדוח בדבר נתוני ההקמות של נכסים בהקמה או לקראת הקמה. מידע זה עשוי להשתנות, בין היתר, כתוצאה משינויי רגולציה, קשיים במשאבים ומתנים, עיכוב בקבלת היתרי בנייה ו/או אישורים שונים, מימון חסר, וכן משינויים במצב הבטחוני והכלכלי בישראל, במגמות ושינויים בענפי הפעילות השונים, או כתוצאה מהתממשות איזה מגורמי הסיכון המפורטים בסעיף 18 לפרק ב' בדוח התקופתי לשנת 2025.

¹⁹ לא כולל התייקריות נוספות שנבעו בגין נזקי המלחמה ומקוזזות עם פיצויים שהתקבלו ויתקבלו מהמדינה מכוח הסכם הזיכיון.

²⁰ הגידול בעלות ההקמה המשוערת ביחס להערכות קודמות נובע בעיקר מתוספת של פרויקטים חדשים לצבר, בעיקר פרויקטי אגירה SA ומאגרים.



תחזית לחלקה של הקרן בתזרים הפנוי לבעלים (מנכסים קיימים, ברוטו)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% ויגזר 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

בהמשך למגמה, גם בגין תוצאות רבעון 2 לשנת 2026, אישר דירקטוריון הקרן חלוקת דיבידנד רבעונית בסך של 25 מיליון ש"ח (סה"כ 50 מיליון ש"ח מתחילת השנה, המשקפים קצב חלוקות שנתי של 100 מיליון ש"ח).

חלק הקרן בתזרים הפנוי לבעלים בפועל מבוסס על התזרימים הפנויים שנוצרו בפועל על ידי השקעות הקרן לתקופת הדוח (לרבות בגין מימוש נכסים). 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, מפורטים 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"), אשר הוצגה במסגרת הדוח התקופתי של הקרן לשנת 2025, 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 וכי"ב. באשר למימוש ההשקעה בפורטברוק, התחזית מניחה כי תמורת המכירה תושקע מחדש בהשקעה חדשה אשר תייצר תזרים דומה לתזרים החזוי בגין ההשקעה בפורטברוק. כמו כן, התחזית מניחה שיבוצע פירעון מוקדם למניות הבכורה ב-PowerGen לאחר כ-4 שנים ממועד הקצאתן באמצעות השקעה הונית שתבוצע לפי שווי ההשקעה בספרי הקרן נכון ליום 31 בדצמבר 2025 והתאמות בגין חלופי הזמן. לעניין זה יובהר כי לא בוצעו עדכונים לתחזית בעקבות עסקת PowerGen הפניקס. 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 לששת החודשים הראשונים של 2026

BlueGen זרוע הסביבה - תמצית תוצאות לששת החודשים הראשונים 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, וייזום הקמה ותפעול של פרויקטים לטיפול במים ושפכים, פעילות לכל אורך שרשרת הערך בתחום הפסולת והמחזור, ופעילות בתחום הכימיקלים.

במחצית הראשונה של 2026 חל גידול בהכנסות BlueGen במרבית תחומי הפעילות, כשעיקר הגידול מיוחס לפעילות הפסולת, בחלקו בשל איחוד מלא של תוצאות מגזר הפסולת המעורבת החל מחודש מאי 2026, וכן לביצועים עודפים במתקן ההתפלה בפלמחים ובפעילות הכימיקלים. מדדי הרווח שמרו על רמתם, על אף מספר אירועים חיצוניים חד פעמיים ומבצע "שאגת הארי", שהשפיעו על התוצאות.

נתונים כלכליים מרכזיים (באלפי ש"ח)	1-6/2026	1-6/2025	*2025
הכנסות ²³	792,442	730,268	1,586,942
EBITDA Adjusted ²³	160,822	158,682	380,671
FFO Adjusted ²³	119,271	114,922	311,696
חוב פיננסי, נטו (לתום תקופה) ^{24, 23}	2,219,628	1,813,769	2,095,005

*בוצעה התאמה לגילויים שניתנו בדוחות הדירקטוריון ל-31/03/2026 ו-31/12/2025 בהם הוצגה פרופורמה לנתוני מגזר הפסולת המעורבת לפי 100%. מספרי ההשוואה מוצגים לעיל לפי איחוד יחסי (50%) ולא באיחוד מלא כפי שדווח במקור.



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 ושוי מזומנים, לרבות מזומנים מוגבלים.



BlueGen זרוע הסביבה – תמצית תוצאות לששת החודשים הראשונים של 2026

זרוע הסביבה (באמצעות BlueGen – 80.01%)

פסולת



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

פעילות הפסולת של BlueGen נעשית דרך זרוע הפסולת הייעודית BlueGen Waste Management המוחזקת ב-70% על ידי BlueGen. במהלך מאי 2026 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). בבעלות החברה נכסים 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 ביתית בחירייה, מתקן מיון אריזות בחירייה, פעילות איסוף ומחזור של בקבוקי שתייה, מפעל מחזור פסולת צמיגים ועוד.

בתחום הפסולת המעורבת, מתקן גרין נט בירושלים המשיך לעבוד בהיקפי פעילות גבוהים במחצית הראשונה, והציג ביצועים חזקים בהשוואה לתקופה מקבילה אשתקד. התוצאות נבעו בעיקר מגידול בדמי הכניסה, עלייה בכמות הפסולת הנכנסת וגידול בהכנסות מפיקדונות. בתחום הפסולת הממוינת במקור, היקף ההכנסות עלה בהשוואה לתקופה המקבילה אשתקד, בעיקר לאור עלייה באיסופים וגידול בהכנסות מפעל ת.מ.צ, כשמנגד מגזר האיסוף והמכירה הושפע לשלילה ממגמות מקרו כלכליות ומספר אירועים ספציפיים שהעיבו על הרווחיות. סה"כ, ניתן לראות המשך גידול בהכנסות הפעילות לצד ירידה קלה ברווח התפעולי, שמירה על רמות ה-EBITDA ועלייה ב-FFO בשל תשלומי ריבית נמוכים יותר. נתון נוסף שהשפיע על הגידול בתוצאות לרבעון השני נבע מאיחוד מלא של תוצאות מגזר הפסולת המעורבת החל מחודש מאי 2026.

ברבעון הראשון זכתה החברה במרכז אסטרטגי להקמת מתקן ה-WTE הראשון בישראל בנאות חובב, מתקן שיפחית משמעותית את שיעורי ההטמנה וייצר מהפסולת אנרגיה בהיקף של עד 50 מגה וואט. החברה מקדמת בימים אלו את כל השלבים המקדימים בפרויקט לצורך הגעה לסגירה פיננסית.

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

בהתאם להשלמת עסקת זרוע הפסולת במאי 2026 ועלייה לשליטה במגזר הפסולת המעורבת (דקל תשתיות), נתוני מגזר זה מוצגים באיחוד מלא (100%) החל מחודש מאי 2026 (5-6/2026), בעוד מספרי ההשוואה מוצגים לפי איחוד יחסי (50%) ולא באיחוד מלא כפי שהוצג במקור*.

נתונים כלכליים מרכזיים (באלפי ש"ח)	1-6/2025	1-6/2026	*2025
הכנסות	259,140	305,296	521,942
רווח תפעולי	26,816	23,644	47,775
EBITDA Adjusted ²⁵	42,938	42,967	82,144
FFO Adjusted ²⁶	28,357	31,355	58,826
חוב פיננסי, נטו (לתום תקופה)	81,563	77,289	106,957

*בוצעה התאמה לגילויים שניתנו בדוחות הדירקטוריון ל-31/03/2026 ו-31/12/2025 בהם הוצגה פרפורמה לנתוני מגזר הפסולת המעורבת לפי 100%. מספרי ההשוואה מוצגים לעיל לפי איחוד יחסי (50%) ולא באיחוד מלא כפי שדווח במקור.



²⁵ רווח תפעולי 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 במחצית הראשונה לשנת 2026 על כ-36,974 אלפי ש"ח.

²⁶ 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 לששת החודשים הראשונים של 2026

זרוע הסביבה (באמצעות BlueGen – 80.01%)

מים ו-EPC²⁷

(איחוד מלא של פעילות המים, מתקן ההתפלה בפלמחים ופעילות הכימיקלים; איחוד יחסי 50% של הקבלן המבצע (EPC) של הפרויקטים בהקמה ושל פרויקט אשדוד)



פעילות המים של BlueGen כוללת מגוון רחב של פעילויות בתחומים שונים ביניהם זכינות (PPP), תפעול (O&M), EPC וכימיקלים. זכינות המים כוללת 3 הסכמי זיכיון ארוכי טווח בתשתית לאומית בתחום התפלת מי ים וטיהור מים – מתקן התפלה בפלמחים (BOO, מניב), מתקן התפלה אשדוד (BOT, מניב) ותחנת כוח סמוכה (בהקמה), ופרויקט טיפול במי תהום באזור תע"ש רמת השרון (BOT, בשלבי פיתוח לפני סגירה פיננסית). הפרויקטים נהנים מתזרימים יציבים ובטוחים לצד פוטנציאל השבחה. BlueGen פועלת בימים אלו מול רשות המים במטרה להגדיל את היקפי המים המותפלים במתקנים ולהאריך את הסכם הזיכיון בפלמחים. פעילות ה-O&M כוללת תפעול של מתקני טיפול במים וטיהור שפכים במגוון רחב של תחומים ופעילויות ולמגוון רחב של לקוחות. תחום ה-EPC כולל תכנון והקמה של פרויקטים בתחום המים והפסולת ועתיד להתרחב גם לסגמנטים נוספים. כיום כולל בעיקר את פעילות ההקמות של הפרויקטים הגדולים ביניהם סמארט וייסט, דיה, סבחה, תחנת הכוח באשדוד ועוד. צבר הפרויקטים החתום של ה-EPC צמח רבות בשנתיים האחרונות ועומד כיום על כ-1.7 מיליארד ש"ח. חטיבת הכימיקלים של BlueGen עוסקת ביצור, ייבוא ושיווק של כימיקלים מיוחדים לתעשייה, עם התמחות בתעשיות הביטחוניות ותחום התעופה, בשווקים בעלי חסמי כניסה גבוהים.

במחצית הראשונה של השנה, ניתן לראות גידול בהיקף ההכנסות של פעילות המים וה-EPC לצד ירידה ברווח התפעולי, כאשר ה-EBITDA וה-FFO נשארו דומים לרמתם בתקופה המקבילה אשתקד. תוצאות אלו מגיעות ממספר מקורות שונים: פעילות זכינות המים המשיכה ליהנות מביצועים טובים של מתקן ההתפלה בפלמחים, עם גידול של כ-11% בהכנסות ביחס לתקופה מקבילה אשתקד, בעיקר לאור הגדלת כמויות. יחד עם זאת, המתקן באשדוד לא ייצר בתפוקות מלאות לאור תקלות הרצה ואירועי מזג אוויר ועכירות בים, נתון שהשפיע על תוצאות כלל הזרוע. פעילויות ה-EPC וה-O&M הציגו שיפור בביצועים ביחס למחצית המקבילה בעיקר לאור הגדלת חוזים קיימים ודרך התייעלות תפעולית, כך שעל אף ירידה קלה בהיקף ההכנסות נצפה גידול ברווח התפעולי, ב-EBITDA וב-FFO. פעילות הכימיקלים המשיכה לצמוח בקצב מרשים בתקופת הדוח, עם גידול של כ-17% בהכנסות וגידול של כ-33% ב-EBITDA וב-FFO.

נתונים כלכליים מרכזיים (באלפי ש"ח)	1-6/2026	1-6/2025	2025
הכנסות ²⁸	487,146	469,423	1,065,000
רווח תפעולי ²⁹	69,922	81,697	220,641
EBITDA Adjusted ³⁰	126,034	126,553	318,979
FFO Adjusted ²⁶	98,545	100,273	273,882
חוב פיננסי, נטו (לתום תקופה)	1,290,277	1,216,235	1,318,571



²⁷ החל מרבעון זה מוצגת כל פעילות המים וה-EPC של BlueGen בצורה מאוחדת, הכוללת את נכסי זכינות המים, פעילות ה-EPC, פעילות ה-O&M ופעילות הכימיקלים. הנתונים הכספיים אוחדו בהתאם (לרבות מספרי השוואה).

²⁸ הכנסות לפי כללי חשבונאות מקובלים (IFRS) בתוספת תקבולים מנכס פיננסי בגין הסדר זיכיון.

²⁹ הרווח התפעולי במתקן התפלה אשדוד מוצג תחת הנחת מדידה תיאורטית לפי מודל רכוש קבוע (חלק 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.

³⁰ רווח תפעולי (ראו הערת שוליים 29) בתוספת פחת והפחתות, בתוספת הוצאות חד פעמיות (כדוגמת מכרזים) ובתוספת דמי ניהול לבעלי המניות (ככל שישנם). לחשיבות הנתון ראה הערת שוליים 25 לעיל. הרווח התפעולי בתוספת פחת והפחתות (ללא התאמות נוספות) עמד במחצית הראשונה לשנת 2026 על כ-113,694 אלפי ש"ח.



בון תור זרוע התחבורה בישראל – תמצית תוצאות לששת 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-90 מ' ק"מ נסיעה של תחבורה ציבורית. תוצאות המחצית הראשונה של השנה הושפעו מעצירת הפעילות בחודשים מרץ-אפריל בשל מבצע "שאגת הארי", וחזרה איטית יחסית של ציבור הנוסעים לשימוש בתחבורה הציבורית. יחד עם זאת, ה-EBITDA בחציון נשארה דומה לרמתה בשנה קודמת, והערכת החברה היא שתוצאות השנה יהיו טובות מתוצאות 2025.

2025	1-6/2025	1-6/2026	נתונים כלכליים מרכזיים (באלפי ש"ח)
2,257,719	1,010,756	996,391	הכנסות ²³
384,805	201,078	196,462	²³ EBITDA Adjusted
304,641	162,004	144,416	²³ FFO Adjusted
1,805,894	1,896,049	1,896,206	חוב פיננסי, נטו (לתום תקופה) ^{24,23}

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 ביטחוניות, רשויות מקומיות, ומעסיקים שונים במגזר העסקי הפרטי) באמצעות 9 סניפים בפריסה ארצית.

ההכנסות בחציון הראשון של השנה עלו בצורה מתונה בלבד ביחס לתקופה מקבילה אשתקד, לאור ההשפעה השלילית שהייתה למבצע "שאגת הארי" בחודשים מרץ ואפריל. אף על פי כן, בון תור הציגה צמיחה בפעילות גם בחודשים הראשונים של השנה וגם במאי ויוני עם סיום המבצע וחזרה לפעילות רגילה. הגידול ברווח התפעולי, ב-EBITDA וב-FFO נבע בעיקר מהמשך הצמיחה בפעילות תוך הרחבת חוזים עם לקוחות קיימים וחתימה על מספר רב של חוזים חדשים, לצד מקסום שיעורי הרווחיות. בתקופה הקרובה החברה צופה המשך צמיחה מואצת אורגנית ואנאורגנית.

2025	1-6/2025	1-6/2026	נתונים כלכליים מרכזיים (באלפי ש"ח)
498,221	240,447	245,609	הכנסות
55,521	26,532	34,181	רווח תפעולי
88,628	43,479	47,726	³¹ EBITDA Adjusted
71,982	36,072	37,778	²⁶ FFO Adjusted
170,903	171,181	270,692	חוב פיננסי, נטו (לתום תקופה)

³¹ רווח תפעולי בתוספת פחת והפחתות לפי IFRS ובתוספת תשלום מבוסס מניות שאינן תזרימיות. לחשיבות הנתון ראה הערת שוליים 25 לעיל. הרווח התפעולי בתוספת פחת והפחתות (ללא התאמות נוספות) עמד במחצית הראשונה לשנת 2026 על כ-46,809 אלפי ש"ח.



בון תור זרוע התחבורה בישראל - תמצית תוצאות לששת 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 (אשכול השרון, הנגב והדרום, אנו-אלעד ושרון-חולון). בשנים האחרונות החברה יותר מהכפילה את כמות האוטובוסים ומספר הנהגים ומשרתת מיליוני נוסעים בשנה באזורי המרכז והדרום.

המחצית הראשונה של השנה הושפעה בעיקר ממבצע "שאגת הארי" בחודשים מרץ ואפריל, שהובילה לירידה בהיקף הפעילות בשל ירידה הן בהיקף הנסועה והן בכמות הנוסעים. מגמה זו קוזזה בחלקה על ידי פעילות חזקה יותר בחודשים הראשונים של השנה, אך גם לאחר סיום "שאגת הארי" כמות הנוסעים עדיין לא חזרה לרמתה מלפני המבצע. יחד עם זאת, התוצאות הכספיות לתקופה ממשיכות להציג מגמה של עלייה ברווחיות התפעולית, מגמה שהחלה בתחילת 2025 ונמשכת גם כיום.

מבחינת מדדי השירות, בחציון הראשון נרשמה המשך מגמת שיפור במדדי האי-דיוק ואי-ביצוע ביחס לממוצע הרבעונים הקודמים, תוך שדרוג מספר מדדים תפעוליים נוספים אשר משפיעים על הרווחיות. החברה ממשיכה להתמקד ביעול התפעול ובעיקר בעלייה ברמת השירות לצורך הגדלת שביעות רצון הנוסעים ובהתאמה עלייה ברווחיות התפעולית.

מטרופולין נמצאת בימים אלו בישורת האחרונה של סבב חתימות עם משרד התחבורה על הסכם ההסדרה הענפית. מטרת ההסדרה היא שיפור השירות לנסעים לצד טיפול בנזקים שנוצרו למפעילי התחבורה הציבורית מבעיות רוחביות בענף כגון מחסור בנהגים, ירידה משמעותית במהירות המסחרית, ירידה בגידול הנורמטיבי במספר הנוסעים וירידה בהיקף התיקופים. לפי ההסכם הצפוי, מטרופולין תקבל 4 שנות הארכה לכל אחד מארבעת האשכולות שלה, בתמורה לעדכון וטיוב מפות הנסיעה, שינוי תמהיל ההכנסות ומתן תמריץ משמעותי לתיקופי נסיעה. ההסדרה הענפית לכשתחתם, צפויה להוביל להמשך שיפור משמעותי בפעילות ובתוצאות החברה.³²

נתונים כלכליים מרכזיים (באלפי ש"ח)	1-6/2025	1-6/2026	2025
הכנסות	749,130	759,436	1,739,118
רווח תפעולי	10,068	8,593	186,902
³³ EBITDA Adjusted	152,941	160,466	300,300
²⁶ FFO Adjusted	112,866	133,288	240,079
חוב פיננסי, נטו (לתום תקופה)	1,625,514	1,710,153	1,624,727



³² 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.

³³ רווח תפעולי בתוספת פחת והפחתות לפי IFRS ובתוספת תשלום מבוסס מניות שאינן תזרימיות ובנטרול רווחי/הפסדי הון. לחשיבות הנתון ראה הערת שוליים 25 לעיל. הרווח התפעולי בתוספת פחת והפחתות (ללא התאמות נוספות) עמד במחצית הראשונה לשנת 2026 על כ-145,188 אלפי ש"ח.



ייצור, אגירה ואספקת חשמל – תמצית תוצאות לששת 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. במחצית הראשונה, תחנות הכוח בגז טבעי של PowerGen פעלו בזמינות ממוצעת גבוהה של כ-91%, כשמרבית התחנות פעלו כמעט ב-100% ורק תחזוקה בתחנת הכוח שורק הורידה את הממוצע. פעילות אספקת החשמל ללקוח הביתי של PowerGen (דרך בזק-ג'ן) המשיכה להציג קצב הרכשת לקוחות גבוה מהתחזיות ותפוסת נתח שוק משמעותי. במהלך המחצית המשיכה החברה לקדם את תהליך הקמת תחנת הכוח ריינדיר לקראת הגעה לסגירה פיננסית בהמשך השנה, וכן התקבלו שתי הסמכות חדשות להקמת תחנות H באזור תעשייה בית שמש ובאתר MRC אלון תבור. לאחר תקופת הדוח חתמה החברה על הסכם לרכישת שיוכו ובינוי אנרגיה, על הסכם עם הפניקס להשקעה בחברה ופירעון מניות הבכורה, הסכם עם רפק אנרג'י להחלפת בעלות בתחנות MRC וריינדיר וחתימה עם נופר אנרגיה על הסכם בעלות משותפת ואופציית put בקשר עם תחנת הכוח ריינדיר.

בתקופת הדוח הציגה PowerGen צמיחה משמעותית בהכנסות, ב-EBITDA וב-FFO עם חיזוק הפעילות במרבית התחומים, קידמה חיבורים לרשת בתחום האנרגיה המתחדשת והמשיכה להגדיל את צבר הפרויקטים בייזום. לראשונה בדוח זה, אוחדה נתונייה של חברת יבולי שמש, אשר רכישתה הושלמה בחודש מאי 2026.

נתונים כלכליים מרכזיים (באלפי ש"ח)	1-6/2025	1-6/2026	2025
הכנסות ²³	803,801	892,792	1,746,862
²³ EBITDA Adjusted	183,626	200,817	356,057
²³ FFO Adjusted	108,223	121,072	205,216
חוב פיננסי, נטו (לתום תקופה) ^{24,23}	3,397,600	3,963,164	3,312,940

התחנות הצפוניות והחופיות



(איחוד מלא)

תחנות צפוניות – רמת גביראל ואלון תבור (כל תחנה 74MW, קיבולת קיטור 40 טון שעה). תחנות חופיות – שורק (140MW) ואשקלון (87MW).

בתקופת הדוח, התחנות המשיכו לפעול כסדרן ובזמינות גבוהה, מלבד תחנת שורק בה הייתה תחזוקה כבדה שהתארכה. התוצאות המצוינות של התחנות הובילו לגידול ניכר בהכנסות, ברווח התפעולי, ב-EBITDA וב-FFO בהשוואה לתקופה מקבילה אשתקד, והן נובעות מקבלת תעריף קוגנרציה באלון תבור החל מחודש מרס 2025, אופטימיזציה של הפעילות ושיפור המרווח הישיר. לצד השיפור בהכנסות וברווחים ניתן לראות גם ירידה ברמות החוב.

נתונים כלכליים מרכזיים (באלפי ש"ח)	1-6/2025	1-6/2026	2025
הכנסות ³⁴	412,216	445,050	855,297
רווח תפעולי	29,243	51,044	85,338
³⁵ EBITDA	94,405	112,683	224,769
²⁶ FFO	67,904	89,981	171,568
חוב פיננסי, נטו (לתום תקופה)	1,346,275	1,170,559	1,193,079

³⁴ בניכוי הכנסות בגין עלויות מערכתיות.

³⁵ רווח תפעולי בתוספת פחת והפחתות ובנטרול הכנסות (הוצאות) חד פעמיות ואחרות (כולל שישנו). לחשיבות הנתון ראה הערת שוליים 25 לעיל.



ייצור, אגירה ואספקת חשמל - תמצית תוצאות לששת 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 בזמינות גבוהה והעמסה מלאה, כשההכנסות והרווחים היו גבוהים יותר מאשר בתקופה המקבילה אשתקד, בעיקר בשל כמות אנרגיה מיוצרת גבוהה יותר ובשל הפעלת תחנת הפיקר החדשה. לאחר תקופת הדוח קיבלה החברה הסמכה לפיתוח מחז"מ נוסף מסוג H בשטח התחנה, והחברה הודיעה לרשות החשמל על בחירתה במקדם 1.6 על עלות הגז עם עלות מעבר לא מהותית (יצוין כי הנתונים הנוכחיים עדיין משקפים פעילות עם מקדם 1.4).

נתונים כלכליים מרכזיים (באלפי ש"ח)	1-6/2026	1-6/2025	2025
הכנסות	65,600	58,174	115,885
רווח תפעולי	18,358	10,846	28,169
³⁶ EBITDA Adjusted	32,561	23,347	47,242
²⁶ FFO Adjusted	27,170	18,948	33,914
חוב פיננסי, נטו (לתום תקופה)	273,826	294,172	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-272 MW מותקן וכ-1,261 MWh קיבולת אגירה, ונכסים בשלבי ייזום ופיתוח שונים בהספק כולל של כ-1,279 MW וכ-4,824 MWh קיבולת אגירה.

בתקופת הדוח המשיך הגידול בתוצאות הפרויקטאליות (בהכנסות, ב-EBITDA וב-FFO) בהשוואה לתקופה המקבילה אשתקד, זאת לאור עלייה בהיקף מתקני הייצור לאור סיום הקמות של פרויקטים שהובילו לגידול בהיקף המגה-וואט המותקן, כאשר ביחס ל-EBITDA ול-FFO קיימת השפעה מקזזת בגין הנכסים הסולאריים באיטליה לאור ירידת מחירי PPA וירידה בשער חליפין אירו-ש"ח. התוצאות כוללות תרומה חיובית של פעילות יבולי שמש החל ממאי 2026 (מועד השלמת העסקה), ובהתאם הגידול בחוב.

נתונים כלכליים מרכזיים (באלפי ש"ח)	1-6/2026	1-6/2025	2025
הכנסות פרויקטאליות ³⁷	90,392	79,795	159,691
EBITDA פרויקטאלית ³⁸	60,264	57,551	111,873
FFO פרויקטאלי ³⁹	47,314	43,779	85,048
חוב פיננסי, נטו (לתום תקופה)	1,623,960	965,688	971,678



³⁶ רווח תפעולי בתוספת פחת והפחתות, בתוספת הוצאות תשלום מבוסס מניות שאינן תזרימיות, בנטרול הכנסות (הוצאות) חד פעמיות או הכנסות (הוצאות) שאינן תזרימיות ובהתאמה להשפעות המעבר למקדם 1.6 על עלות הגז כמפורט לעיל. לחשיבות הנתון ראה הערת שוליים 25 לעיל. הרווח התפעולי בתוספת פחת והפחתות (ללא התאמות נוספות, באיחוד יחסי) עמד במחצית הראשונה לשנת 2026 על כ-30,154 אלפי ש"ח.

³⁷ הכנסות ממכירת חשמל בלבד.

³⁸ הכנסות ממכירת חשמל בקיזוז הוצאות שכירות, אחזקת מערכות, ייזום ושכר.

³⁹ EBITDA פרויקטאלית בניכוי הוצאות מימון תזרימיות פרויקטאליות נטו.



ייצור, אגירה ואספקת חשמל - תמצית תוצאות לששת 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, במהלך חודש פברואר נכנס המתקן להשבתה לטובת עבודות התיקון. 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. יחידה 2 מושבתת ונמצאת בתיקון שצפוי להסתיים לקראת סוף השנה, אז תכנס יחידה 1 להשבתה ולתיקון. בהתאם לכך, תוצאות המחצית הראשונה משקפות פעילות חלקית של המתקן לאורך תקופת הדוח. לאחר מועד הדוח, התקבלה בבית המשפט החלטה בקשר עם הקנס שהשיתה נגה על המתקן בגין טענותיה לחריגה מזמינות בעבר ובית המשפט אפשר לנגה קיזוז חלקי של הסכום באופן חודשי. בכוונת PSP להגיש ערעור על ההחלטה.

2025	1-6/2025	1-6/2026	נתונים כלכליים מרכזיים (באלפי ש"ח)
92,855	43,572	22,704	הכנסות
26,151	15,618	2,132	רווח תפעולי
51,834	24,713	7,514	⁴⁰ EBITDA Adjusted
35,495	16,531	(199)	²⁶ FFO Adjusted
300,093	307,362	296,557	חוב פיננסי, נטו (לתום תקופה)



⁴⁰ רווח תפעולי בתוספת פחת והפחתות ובנטרול הוצאות חד פעמיות בגין הפרשות. לחשיבות הנתון ראה הערת שוליים 25 לעיל. הרווח התפעולי בתוספת פחת והפחתות (ללא התאמות נוספות, באיחוד יחסי) עמד במחצית הראשונה לשנת 2026 על כ-9,350 אלפי ש"ח.



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

פרידנזון-ג'נריישן
(50%)



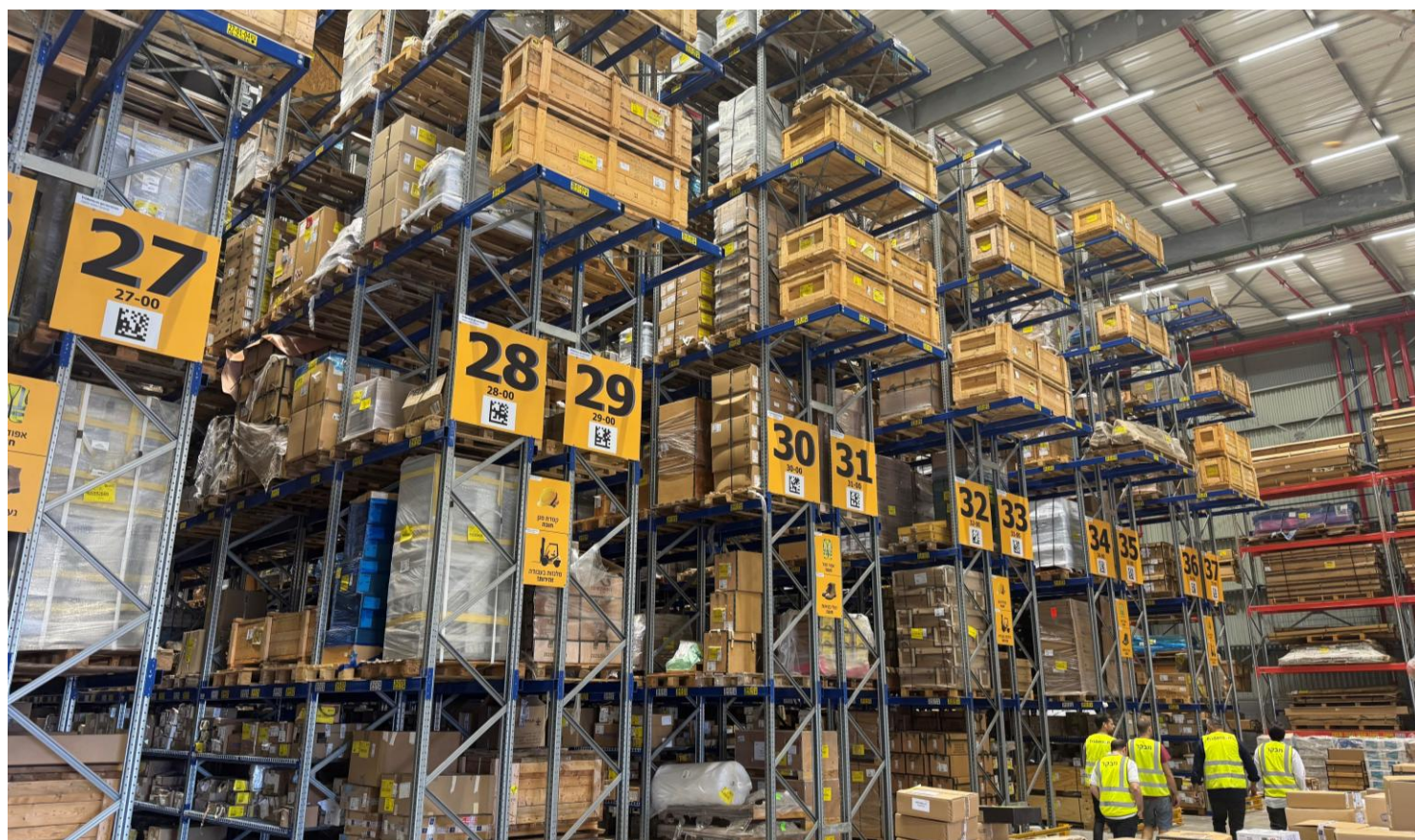
פעילות הקרן בתחום האחסון הלוגיסטי נעשית באמצעות פרידנזון-ג'נריישן (50%) אשר מחזיקה בשבעה מתחמים לוגיסטיים, מתוכם חמישה פעילים ושניים בהקמה, הממוקמים בסמוך לנמלי הים באשדוד ובחיפה.

המחצית הראשונה של השנה המשיכה את מגמת הצמיחה בחברה שהחלה כבר בשנה שעברה. במהלך החציון, החברה המשיכה להציג שיעורי תפוסה גבוהים מאוד במחסנים, לצד הרחבת הפעילות מול מספר לקוחות עוגן. בנוסף, במהלך התקופה נרשם גידול בהכנסות וברווח ממספר פרויקטים וכן חל גידול מתמשך בפעילות הלווין לאור הגדלת פעילות החברה במחסי חוץ. בסה"כ, הכנסות החברה צמחו בכ-18% וה-EBITDA צמחה בכ-20%, בהשוואה לתקופה מקבילה אשתקד.

בתחילת הרבעון השני, המרל"ג החדש במתחם אדמירליטי חיפה החל לפעול ונמצא בתהליך קט ramp מתקדם. נכון להיום, המרל"ג נמצא כבר בתפוסה של 70%. העלייה בתפוסה משקפת את המשך קליטת הפעילות באתר ואת התקדמותו ההדרגתית לקראת מיצוי יכולת הפעילות שלו.

במקביל, החברה ממשיכה להשתתף במכרזים ולבחון פעילויות חדשות במטרה להרחיב את בסיס הלקוחות ואת סל השירותים שלה. במהלך התקופה קידמה החברה מספר מכרזים והתקשרויות פוטנציאליות עם חלק מהגופים המובילים במשק, מכרזים אשר במידה ויתממשו, יובילו להמשך גידול בפעילות העסקית ולגידול נוסף בהכנסות וברווחיות בשנים הבאות.

2025	1-6/2025	1-6/2026	נתונים כלכליים מרכזיים (באלפי ש"ח)
86,023	40,199	55,551	הכנסות
16,846	7,094	12,483	רווח תפעולי
38,085	17,482	25,259	EBITDA Adjusted ⁴¹
29,681	14,060	18,960	FFO Adjusted ²⁶
128,871	97,076	135,936	חוב פיננסי, נטו (לתום תקופה)



⁴¹ רווח תפעולי בתוספת פחת והפחתות ובנטרול הכנסות (הוצאות) חד פעמיות ואחרות (ככל שישנן). לחשיבות הנתון ראה הערת שוליים 25 לעיל. הרווח התפעולי בתוספת פחת והפחתות (ללא התאמות נוספות) עמד במחצית הראשונה לשנת 2026 על כ-25,604 אלפי ש"ח.



חלוקת גז טבעי והטענת רכבים חשמליים בחו"ל - תמצית תוצאות לששת 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).

היקף ההכנסות במחצית הראשונה היה דומה ברמתו למחצית הראשונה אשתקד. לצד זאת, ניתן לראות עלייה משמעותית בשיעור הרווח התפעולי, ב-EBITDA וב-FFO, עם גידול של כ-25%-30% בכל הפרמטרים. עיקר צמיחה זו נובע מגידול בהכנסות מדמי חלוקה וגידול בהכנסות מהפשרת דמי חיבור. בנוסף, חברות החלוקה השלימו לאחר מועד הדוח מימון מחדש לחוב, שכלל שיפור של התנאים והתאמה של מבנה המימון למח"מ הזיכיונות, נתון שחיצק את גמישותן הפיננסית.

נתונים כלכליים מרכזיים (באלפי ש"ח)	1-6/2025	1-6/2026	2025
הכנסות	51,064	52,668	105,065
רווח תפעולי	14,807	11,758	24,813
⁴² EBITDA	26,462	20,560	44,680
²⁶ FFO	22,204	17,636	37,715
חוב פיננסי, נטו (לתום תקופה)	124,617	118,714	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 וקרואטיה. GreenWay הינה השחקן המוביל בתחום בפולין וסלובקיה, ולה שני מקורות הכנסה מרכזיים: מכירת חשמל ושיעורי טעינה, ומכירת עמדות טעינה ומתן שירות עבורן.

במחצית הראשונה של 2026 המשיכה GreenWay להציג מגמת צמיחה בפעילות, עם גידול של כ-21% בהכנסות ושל כ-40% 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 המשיכה לבצע צעדים להתייעלות תפעולית והתאמת מבנה העלויות במטרה להגיע לרווחיות תפעולית חיובית ב-2027. בנוסף, בחודש מאי התקשרה GreenWay בהסכם מימון בסך 130 מיליון אירו עם סינדיקט של בנקים לטובת האצת פיתוח הרשת והפעילות, מימון ראשון מסוגו לחברה בתחום הטעינה הציבורית במרכז-מזרח אירופה.

נתונים כלכליים מרכזיים (באלפי אירו)	1-6/2025*	1-6/2026*	2025*
הכנסות	12,253	10,139	23,103
רווח תפעולי	(4,833)	(5,688)	(6,742)
⁴³ EBITDA Adjusted	(8,651)	(4,185)	1,753
²⁶ FFO Adjusted	(9,024)	(4,615)	475

⁴² רווח תפעולי בתוספת פחת והפחתות. לחשיבות הנתון ראה הערת שוליים 28 לעיל.

⁴³ רווח תפעולי בתוספת פחת והפחתות ובנטרול הכנסות (הוצאות) חד פעמיות ואחרות (ככל שישנן). לחשיבות הנתון ראה הערת שוליים 25 לעיל. הרווח התפעולי בתוספת פחת והפחתות (ללא התאמות נוספות) עמד במחצית הראשונה לשנת 2026 על כ-(7,669) 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 ח'זבאללה 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. בחודש יוני 2026, חתמו ארצות הברית ואיראן על מזכר הבנות לסיום הלחימה; ואולם, כחודש לאחר מכן, ועל רקע חילוקי דעות מהותיים, מזכר ההבנות הופר והעימות הצבאי בין הצדדים התחדש. נכון למועד פרסום הדוח, ועל רקע המתיחות השוררת בין ארצות הברית ואיראן והאיומים ההדדיים בין המדינות, אין ודאות ביחס ליציבות 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, וכפועל יוצא נדרשים להמשיך להעמיד את שירותיהם גם בעתות חירום ומלחמה. בהתאם, מרבית נכסי הקרן הפעילים הפגינו במהלך המלחמה יציבות בפעילותם, בכפוף להתאמות תפעוליות נדרשות. 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 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 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 ומתן פיצויים שונים, וכן בדבר הצפי לאי השפעה מהותית על פעילותן של השקעות הקרן מהוות מידע צופה פני עתיד כהגדרתו בחוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968 ("מידע צופה פני עתיד"), אשר התממשותו אינה ודאית. מידע זה מבוסס 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 או במלואו.

1.2. הון הקרן

1.2.1. 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 לגיריישן ניהול בע"מ, חברת הניהול של הקרן ("חברת הניהול"), ליו"ר דירקטוריון הקרן ולמנכ"ל הקרן, וזאת בהתאם לתנאי הסכם הניהול של הקרן עם חברת הניהול כמפורט במסגרת תקנה 21 בפרק ד' לדוח התקופתי לשנת 2025.

1.2.2. ביום 7 ביוני 2026 הנפיקה הקרן לציבור 416,667,000 מניות רגילות של הקרן, ביחד עם 138,889,000 כתבי אופציה (סדרה 2) וכן 138,889,000 כתבי אופציה (סדרה 3), רשומים על שם, הניתנים למימוש למניות רגילות של הקרן, על-פי דוח הצעת מדף מיום 7 ביוני 2026 ("ניירות הערך שהוקצו").

ניירות הערך שהוקצו הוצעו בדרך של הצעה לא אחידה למשקיעים מוסדיים, בתמורה כוללת שהסתכמה בכ-1 מיליארד ש"ח. בנוסף, בתמורה למימוש כל כתבי האופציה (סדרה 2) וכל כתבי האופציה (סדרה 3) שהוקצו (במלואם) למניות הקרן, תשולם לקרן תמורה נוספת בסכום של כ-733.3 מיליון ש"ח.

לפרטים נוספים ראו דוח הצעת מדף (דוח מתקן) שפורסם ביום 8 ביוני 2026 (מס' אסמכתה: 2026-01-054402) ודוח תוצאות הנפקה מיום 7 ביוני 2026 (מס' אסמכתה: 2026-01-054069).

1.3. דיבידנדים

להלן פירוט החלוקות שבוצעו בשנת הדוח ולאחר מועד הדוח:

מועד החלטה	סך הדיבידנד שחולק / הוכרז (במיליוני ש"ח)	דיבידנד למניה (באג')	פרטים נוספים
22.03.2026	25	1.5054	דוח מידי (משלים) מיום 16.04.2026 (אסמכתה: 2026-01-035763)
25.05.2026	25	1.45507	דוח מידי מיום 26.05.2026 (אסמכתה: 2026-01-048117)
19.08.2026	25	1.14215	דוח מידי המפורסם בסמוך לאחר פרסום דוח זה



1.4. מימון

1.4.1. למועד הדוח, פעילות הקרן ממומנת ממקורותיה העצמיים, מסגרות אשראי מתאגידים בנקאיים ומגופים מוסדיים וגיוס חוב בדרך של הנפקת אגרות חוב לציבור. 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 ("הדוחות הכספיים השנתיים"), וכן ביאור 14' לדוחות הכספיים ליום 30 ביוני 2026 ("הדוחות הכספיים לרבעון השני לשנת 2026").

1.4.2. ביום 30 ביוני 2026 התקשרה הקרן עם בנק דיסקונט לישראל בע"מ ("הבנק") בתוספת להסכם המימון הקיים עם הבנק (המתואר בביאור 9' לדוחות הכספיים השנתיים), לפיה תוגדל מסגרת האשראי של הקרן בבנק ב-100 מיליון ש"ח נוספים, לסך כולל של 400 מיליון ש"ח ("מסגרת האשראי"). לפרטים נוספים ראו ביאור 14' לדוחות הכספיים לרבעון השני לשנת 2026.

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

ערכה נכון ליום 30 ביוני 2026	אמת מידה פיננסית
4,937.6	א. ההון העצמי המוחשי של החברה המיוחס לבעלי המניות, לא יפחת בכל עת מ-500 מיליון ש"ח
5,147.2	ב. שווי החברה לא יפחת מ-1 מיליארד ש"ח ויימדד על פי ממוצע בין שווי השוק של החברה (ממוצע 30 ימי מסחר אחרונים) להון עצמי בספרים (לא כולל זכויות מיעוט)
4.5%	ג. יחס LTVC לא יעלה על 45%
0%	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 שהקרן תעמיד לבנק בטוחה או בטוחות נוספות או תפרע חלק יחסי של האשראי בתוך שני רבעונים קלנדריים.

1.4.4. לפרטים אודות יתרת המסגרות הבלתי מנוצלות של הקרן נכון למועד הדוח, ראו ביאור 14' לדוחות הכספיים לרבעון השני לשנת 2026.

1.5. דירוג

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



1.6. הסכמים מהותיים

1.6.1. התקשרות בהסכם עם הפניקס ובמזכר הבנות עם משקיעים מוסדיים להשקעה ב-

PowerGen

בהמשך לאמור בסעיף 15.2 לפרק ב' בדוח התקופתי של הקרן לשנת 2025 אודות הסכם ההשקעה של הפניקס ב-PowerGen משנת 2024 ("**הסכם ההשקעה משנת 2024**"), ביום 2 באוגוסט 2026 התקשרה הקרן עם הפניקס חברה לביטוח בע"מ והפניקס פנסיה וגמל בע"מ (וביחד, "**הפניקס**") בהסכם לפיו הפניקס תשקיע ב-PowerGen, סך של כ-234 מיליון ש"ח תמורת הקצאה של כ-7.2% מהון המניות הרגילות ב-PowerGen. תמורת ההשקעה תשמש לפרעון מלוא המימון שהועמד על ידי הפניקס לחברות בנות של PowerGen לטובת פרויקטי אנרגיה מתחדשת בפולין. נכון למועד ההשלמה המוסכם, שהינו 31 באוגוסט 2026 ("**מועד ההשלמה**"), השקעה זו משקפת ל-PowerGen שווי (לאחר השלמת העסקה, במונחי 100%) בסך של כ-3.25 מיליארד ש"ח ("**שווי PowerGen הנובע מעסקת הפניקס**"). בנוסף לאמור, הפניקס תמכור לקרן את מלוא החזקותיה במניות הבכורה ב-PowerGen, אשר יומרו למניות רגילות מיד לאחר מכן, ותממש אופציות שהוקצו לה במסגרת הסכם השקעה משנת 2024, בתמורה, נטו של כ-187 מיליון ש"ח (סכום המשקף את יתרת הקרן, הקופון הצבור ועמלת פירעון מוקדם של מניות הבכורה, בניכוי תמורת המימוש של האופציות שמומשו, נכון למועד ההשלמה). בתמורה לעיל תקצה PowerGen להפניקס כ-12.4% מהון מניותיה הרגילות. עם השלמת העסקה כאמור, יפקעו מלוא זכויות הפניקס מכוח הסכם ההשקעה משנת 2024 וכן לא תוותרנה מניות בכורה ב-PowerGen.

בד בבד, הקרן והפניקס חתמו על הסכם שותפות להסדרת יחסיהם כשותפים בשותפות ייעודית שתוקם, שתחזיק במלוא החזקות הקרן והפניקס ב-PowerGen ותהיה בשליטת הקרן ("**שותפות PowerGen**"), אשר יחליף את הסכם בעלי המניות הקיים ("**הסכם השותפות**"). במסגרת הסכם השותפות הוסכם, כי הקרן תהיה בעלת השליטה בשותף הכללי אשר יחזיק בזכויות הניהוליות בשותפות, ויהיה רשאי למנות את כל הדירקטורים ב-PowerGen, למעט דירקטור אחד, בכשירות של דירקטור חיצוני ובעל מומחיות בתחום האנרגיה, שימונה על ידי שותפי המיעוט.

בנוסף, כולל הסכם השותפות הוראות מקובלות בעסקאות מסוג זה, ובין היתר, מתן זכויות מגנות מקובלות לשותפי המיעוט, מגבלות על העברת זכויות בשותפות והגנות מסוימות מפני דילול. כן, כולל ההסכם הוראות ביחס למימון עתידי של פעילות PowerGen ככל שתידרש, והתחייבות של הקרן להמשיך להיות בעלת השליטה בשותפות ולהחזיק בשיעור בעלות כפי שנקבע בהסכם לתקופה מסוימת.

עוד נקבע במסגרת ההסכם מנגנון לפיו, ככל ש-PowerGen לא תונפק לציבור בתוך כחמש שנים ממועד ההשלמה, שותפי המיעוט יהיו זכאים להמיר את החזקותיהם בשותפות להחזקות בקרן (בכפוף לאישורים הנדרשים על פי התנאים בהסכם) לפי יחסי השווי של הנכסים המוחלפים במועד ההחלפה, כאשר הקרן תהיה רשאית לשלם את ההמרה כאמור במזומן חלף הקצאת מניות, לשיקול דעתה הבלעדי.



השלמת העסקה עם הפניקס כפופה לתנאים מתלים הקבועים בהסכם כמקובל בעסקאות מסוג זה, וכן, התקיימות התנאים לצורך ביצוע רה ארגון מבני במסגרתו יועברו מלוא החזקות הקרן והפניקס ב-PowerGen לשותפות PowerGen.

על בסיס שווי PowerGen הנובע מעסקת הפניקס, במסגרת הדוחות הכספיים לרבעון השני לשנת 2026 הקרן הכירה ברווח מעליית ערך השקעתה ב-PowerGen (לרבות הכנסות שהתקבלו) בסכום של כ-312 מיליון ש"ח, לפני מס.

במקביל להתקשרות עם הפניקס כאמור לעיל, ביום 2 באוגוסט 2026, התקשרו הקרן ו-PowerGen במזכר הבנות לא מחייב עם שני משקיעים מוסדיים להשקעה בהיקף כולל שייקבע בטווח שבין 500-800 מיליון ש"ח בתמורה להקצאת זכויות בשותפות PowerGen ("המשקיעים הנוספים"), בכפוף להשלמת עסקת הרכישה של שו"ב אנרגיה (ראו סעיף 1.8.3 להלן, בסעיף זה, "עסקת שו"ב אנרגיה"), כחלק מהמקורות לעסקת שו"ב אנרגיה ולהמשך השקעות השותפות. במקביל, בוחנת הקרן אפשרות להתקשרות עם גופים מוסדיים נוספים שיצטרפו להשקעה בשותפות PowerGen. שיעור הזכויות המוקצה יקבע בהתאם לשווי PowerGen הנובע מעסקת הפניקס כאמור לעיל בתוספת עלות רכישת שו"ב אנרגיה לפי תנאי עסקת שו"ב אנרגיה, ובכפוף להתאמות מקובלות בגין השקעות, חלוקות והתאמת מחיר בגין ערך הזמן עד למועד ההשלמה.

המשקיעים הנוספים יצטרפו להסכם השותפות עם הפניקס שתנאיו מתוארים לעיל ויהיו זכאים לכל הזכויות שהוענקו להפניקס במסגרתו (בשים לב לשיעור אחזקותיהם). כמו כן, התחייבו השותפים להעמיד לשותפות PowerGen מימון נוסף בהתאם לחלקם בשותפות PowerGen, בסך כולל של 500 מיליון ש"ח (היקף השקעה מצטבר לכל השותפים בשותפות PowerGen, לרבות הקרן והפניקס).

יובהר, כי השלמת השקעת המשקיעים הנוספים תהיה כפופה להשלמת בדיקת הנאותות מצדם וחתימה על הסכם מחייב אשר יכלול, בין היתר, תנאים מתלים מקובלים, לרבות קבלת אישורים רגולטוריים ואישורי צדדים שלישיים, ככל ויידרשו.

השלמת ההסכמים עם הפניקס כפופה להתקיימות תנאים מתלים כאמור לעיל, וכי ההתקשרות עם המשקיעים הנוספים הינה במזכר הבנות לא מחייב בלבד, וכי אין כל ודאות כי ייחתם הסכם מחייב בין הצדדים וככל שייחתם, אין כל ודאות מה יהיו תנאיו וכי תושלם העסקה. המידע האמור לעיל, בין היתר, בדבר היקף המניות שיוקצו להפניקס ב-PowerGen והשווי המוערך של PowerGen, מהווה מידע צופה פני עתיד, המבוסס על המידע הקיים בידי הקרן נכון למועד הדוח 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 עם המשקיעים הנוספים או התממשות גורמי סיכון נוספים.



1.7. פירוט השינויים והחידושים אשר אירעו בעסקי הקרן בעניינים שמתוארים בנספחי הגילוי לפרק תיאור עסקי התאגיד

עדכונים ביחס לתחום הסביבה

1.7.1. השלמת הקמת זרוע הפסולת של הקרן – BlueGen Waste Management Ltd

בהמשך לאמור בסעיף 3.1 לנספח א' בפרק ב' לדוח התקופתי לשנת 2025, הנכלל בדוח זה על דרך ההפניה, ביום 3 במאי 2026, הושלמו עסקאות להקמת זרוע פסולת ייעודית תחת בלוג'ן בע"מ (המוחזקת נכון למועד הדוח ב-80.01% על ידי הקרן, "BlueGen"), הכוללות 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 לשנת 2025.

עם השלמת העסקאות האמורות, הוקמה BlueGen Waste, זרוע פסולת ייעודית, אינטגרטיבית ואחודה בשליטת הקרן (70%),⁴⁴ אשר איגדה תחתיה את כלל נכסי הפסולת של הקרן.⁴⁵ באותו מועד, נכנס לתוקפו הסכם בעלי מניות בין BlueGen, YSB ולאומי פרטנרס, אשר כולל הוראות מקובלות בעסקאות מסוג זה.

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, BlueGen⁴⁶ 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 בסך מצטבר

⁴⁴ כאשר כל אחת מבין לאומי פרטנרס ו-YSB מחזיקה ב-15% מהון מניותיה של BlueGen Waste.

⁴⁵ נכון למועד זה, למעט הזכויות במתקן WTE (ראו סעיף 1.7.2 להלן), אשר העברת הזכויות בו כפופה לקבלת אישורים בהתאם לתנאי המכרז.

⁴⁶ העברת הזכויות ב-WTE ל-BlueGen Waste כפופה לקבלת אישורים בהתאם לתנאי המכרז.



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 מידי מיום 6 בפברואר 2026 (מס' אסמכתה: 013108-01-2026), 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 לשנת 2025 אודות התקשרות BlueGen במזכר הבנות לא מחייב עם אי.אי.אס תשתיות בע"מ ("מזכר **ההבנות**") לשיתוף פעולה בקשר עם מתקן ההתפלה בפלמחים ("מתקן **ההתפלה**"), המוחזק (בעקיפין) ב-51% על ידי BlueGen,⁴⁷ ביום 30 במרץ 2026 ולאחר מכן ביום 28 ביוני 2026 הוסכם על ידי הצדדים להאריך את התקופה לחתימה על הסכם מפורט עד ליום 30 בספטמבר 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 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, על פיו המועד לסיום הקמת המתקן הוארך עד ליום 12 במרץ 2027, והמדינה פיצתה את המתקן בסכומים הבאים: (א) תשלום חד פעמי בסך של 147 מיליון ש"ח, בתוספת מע"מ; אשר לאחר מועד הדוח שולם למתקן (ב) תשלום בסך של 50 מיליון ש"ח מקדמות שונות על חשבון רשת הביטחון של המתקן; וכן- (ג) תשלום בסך של

⁴⁷ באמצעות שותפות מוגבלת שהקימה BlueGen עם גופים מוסדיים מקבוצת מגדל.



50 מיליון ש"ח נוספים שישולם בהתאם לאבני דרך שנקבעו בתיקון להסכם הקשורים בהפעלת המתקן.

1.8. עדכונים ביחס לתחום ייצור, אגירה ואספקת חשמל

1.8.1. קבלת הסמכה מהממשלה לקידום תכנון תחנות כוח חדשות

במהלך תקופת הדוח ואחריה, התקבלו אצל הקרן אישורי ממשלה להסמכת תאגידים המוחזקים על ידי פאוורג'ן בע"מ (המוחזקת במלואה על ידי הקרן, "PowerGen") להכין תוכנית לתשתית לאומית לתחנת כוח קונבנציונלית, כמפורט להלן:

א. תחנת כוח חדשה באזור בית שמש

ביום 5 באפריל 2026 התקבלה אצל הקרן החלטת הממשלה להסמיך את פאוורג'ן שמיר אנרגיה שותפות מוגבלת, המוחזקת ב-50% על ידי 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").

הפרויקט ממוקם באזור 1ב, אזור בו על פי החלטת ממשלה מס' 2282, כמפורט להלן, 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.

ב. תחנת כוח חדשה באלון תבור

לאחר מועד הדוח, ביום 12 ביולי 2026, התקבלה אצל הקרן החלטת ממשלה מיום 10 ביולי 2026 המסמיכה את MRC Alon Tavor Power Ltd., המוחזקת, בעקיפין, בשיעור של 16.67% על ידי PowerGen, להכין תוכנית לתשתית לאומית לתחנת כוח קונבנציונלית, מוסקת בגז טבעי, בהספק של עד 900 מגה-וואט, בשטח תחנת הכוח הקיימת אלון תבור ובצמידות לה, בשטחים המיועדים לתחנת כוח⁴⁸, ולהגישה לוועדה הארצית לתכנון ולבנייה של תשתיות לאומיות.

ההסמכות כאמור אושרו על ידי הממשלה בהתאם להוראות סעיף 76ב(ג) לחוק התכנון והבנייה, התשכ"ה-1965 ובהמשך להחלטת ממשלה מס' 2282 בנושא "קידום הביטחון האנרגטי של משק החשמל הישראלי" מיום 31 באוקטובר 2024.

נכון למועד הדוח אין כל ודאות כי ההליכים התכנוניים יושלמו, וההסמכות מהממשלה כאמור אינן מהווה התחייבות כלשהי לקבלת רישיון, אישור, היתר או אסדרה לפי חוק משק החשמל, התשנ"ו-1996. השלמת כל אחד מההליכים התכנוניים הרלוונטיים, הקמת תחנת הכוח וההספק המתוכנן של כל אחת מתחנות הכוח כאמור, 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

⁴⁸ בהתאם לתמ"א 9/ב/10 ולרצועת תשתיות בהתאם לתכנית ג/18445, בתחום המועצה האזורית עמק יזרעאל.



להתממש או להתממש באופן שונה מהותית מהמתואר לעיל, וזאת, בין היתר, בשל תלות בגורמים שונים שאינם בשליטת PowerGen והקרן, לרבות אי קבלת היתרים ואישורים הדרושים להקמת הפרויקטים והפעלתם מהגורמים הרלוונטיים, חסמים רגולטוריים שונים, סגירה פיננסית וכן שינויים במשק בכלל ובמשק החשמל בישראל בפרט.

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

בהמשך למתואר בסעיף 4.1.3 בנספח ג' לפרק ב' בדוח התקופתי לשנת 2025, אודות ייזום תחנת הכוח ריינדר ("תחנת הכוח" או "תחנת ריינדר") המוחזקת על ידי PowerGen ב-27.51%⁴⁹ ביום 5 ביוני 2026 חתמה ריינדר עם Siemens Energy Global GmbH & Co. KG ("Siemens Energy Global") על הסכם מחייב לאספקת ציוד עיקרי לתחנת הכוח, הכולל טורבינות גז וקיטור והציוד הנלווה להן ("הסכם האספקה"). במסגרת הסכם האספקה התחייבה Siemens Energy Global, בין היתר, לספק את הציוד העיקרי במועדים שסוכמו ולעמוד בביצועים שונים במסגרת בדיקות שייערכו, וריינדר התחייבה לשלם את התמורה המוסכמת.

בנוסף, ביום 30 ביוני 2026 התקשרה ריינדר עם סימנס אנרגיה בע"מ (תאגיד קשור ל-Siemens Energy Global, "סימנס אנרגיה") בהסכם מחייב לתחזוקה כבדה של תחנת הכוח ("הסכם השירותים"). במסגרת הסכם השירותים התחייבה סימנס אנרגיה לספק תחזוקה כבדה לציוד העיקרי של תחנת הכוח בהתאם להוראות היצרן, לתקופה של 27 שנים מההפעלה המסחרית (או תקופה קצרה יותר בהתאם לכמות שעות העבודה האקוויולנטיות או מספר אירועי התחזוקה המתוכננים). התמורה בגין שירותי התחזוקה הכבדה צמודה למדדים מקובלים בהסכמים מסוג זה.

1.8.3. חתימה על הסכם מיזוג עם חברת שיכון ובינוי אנרגיה בע"מ

בהמשך לאמור בדוח המידי של הקרן מיום 18 במאי 2026 בדבר התקשרות במזכר הבנות לרכישת שיכון ובינוי אנרגיה בע"מ ("שו"ב אנרגיה")⁵⁰, ביום 29 ביולי 2026 נחתם הסכם מיזוג שלפיו תרכוש PowerGen ("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 PowerGen ("הסכם המיזוג" או "עסקת רכישת שו"ב אנרגיה"). עם השלמת עסקת רכישת שו"ב אנרגיה, כל מניות שו"ב אנרגיה ימחקו מהמסחר בבורסה, אך אגרות החוב שלה תמשכנה להיסחר בבורסה, והיא תיוותר תאגיד מדווח, כהגדרתו בחוק החברות.

בתמורה להעברת מניותיהם, יהיו זכאים בעלי מניות שו"ב אנרגיה (בדילול מלא) לקבל, במועד השלמת המיזוג, סך כולל של 4.3 מיליארד ש"ח, בכפוף להפחתות מקובלות

⁴⁹ באמצעות ריינדר אנרגיה בע"מ ("ריינדר"), המוחזקת במישרין ובעקיפין על ידי PowerGen.
⁵⁰ אסמכתה: 045495-01-2026, וכן דיווחיה העוקבים של הקרן מן הימים 20, 22 ו-24 ביולי 2026 בדבר הארכת תקופת הבדיקה והבלעדיות שנקבעו במזכר ההבנות.



בהסכמים מסוג זה,⁵¹ וכן סך של 150 מיליון ש"ח נוספים, בגין חלוף הזמן (וביחד, "**התמורה**"). החל משמונה וחצי חודשים לאחר מועד החתימה, תישא התמורה תשואה מוסכמת על ההון בשיעור שנתי של 10% עד למועד התקיימות התנאים המתלים.⁵²

התמורה בהסכם המיזוג אינה כוללת רכיב של תמורה מותנית (בניגוד לאמור במזכר ההבנות), אשר בחלקו התממש ובחלקו הוון באופן שהפחית את התמורה הכוללת בעסקה.

הסכם המיזוג קובע כי בתקופה שעד לאישור העסקה על ידי אסיפת בעלי המניות של שו"ב אנרגיה, שו"ב אנרגיה והגורמים מטעמה לא יפנו לקבלת הצעות נוגדות, לא יקדמו ולא ישתתפו, ולא יזמו או ינהלו מיוזמתם, במישרין או בעקיפין, שיחות או משאים-ומתנים כלשהם עם מציעים נוגדים פוטנציאליים, בקשר לעסקה נוגדת. על אף האמור, ככל שתועבר לשו"ב אנרגיה הצעת רכישה נוגדת בתוך 30 ימים ממועד החתימה על הסכם המיזוג, דירקטוריון שו"ב אנרגיה יהיה רשאי לבחון את ההצעה ולנהל מו"מ עם המציע לגביה, ככל שקבע, לאחר קבלת עמדת יועציו המשפטיים והכלכליים החיצוניים, כי ההצעה הינה הצעה לעסקה נוגדת עדיפה (כהגדרתה בהסכם המיזוג) או כי קיים סיכוי סביר שתוביל להצעה כאמור.

בהתאם לתנאים מסוימים המפורטים בהסכם המיזוג, יהיה רשאי דירקטוריון שו"ב אנרגיה, לאחר שקיבל הצעה מחייבת ובלתי הדירה מבחינת המציע, ולאחר שקבע שהצעה זו עדיפה על פני העסקה נשוא הסכם המיזוג ("**הצעה נוגדת עדיפה**"), לבטל את הסכם המיזוג כדי להתקשר בעסקה נשוא ההצעה הנוגדת העדיפה, וזאת בכפוף לכל האמור להלן: (א) זכותה של הרוכשת לקבל מידע מלא על ההצעה (לרבות כל מסמך או מו"מ בקשר עמה) באופן מיידי ושוטף; (ב) זכותה של הרוכשת להשוות או לשפר את הצעתה; (ג) לוחות הזמנים והמגבלות הקבועים לעניין זה בהסכם המיזוג; ו-ד) תשלום פיצוי מיידי של שו"ב אנרגיה ל-PowerGen בסך של 300 מיליון ש"ח ככל שהמציע הוא גורם משמעותי בתחום האנרגיה בישראל, ופיצוי בסך של 180 מיליון ש"ח ביחס למציעים אחרים ("**דמי הסיום**").

ככל שלא יתקבלו האישורים הרגולטוריים, או ככל שהרוכשת תודיע כי אינה מסכימה לתנאים מכבידים באישורים רגולטוריים (כהגדרתם בהסכם המיזוג), תידרש PowerGen לשלם לשו"ב אנרגיה פיצוי מוסכם בסך של 300 מיליון ש"ח, אשר יגדל בגין חלוף הזמן עד לסך של 350 מיליון ש"ח, שיהווה סעד בלעדי וממצה מול המוכרת. בנוסף, אם לא תשלם הרוכשת את העסקה בשל - (א) הפרה שגרמה לכך שלא יתקיים תנאי מתלה; או (ב) אי קבלת אישור ממחן ישראלי (ובלבד שהרוכשת לא ויתרה על תנאי זה לפי שיקול דעתה הבלעדי); לשו"ב אנרגיה תהיה האפשרות לבחור בין פיצוי מוסכם בסך של 600 מיליון ש"ח, כסעד בלעדי וממצה, לבין תביעת פיצויים בבית משפט. יצוין, כי במסגרת הסכם המיזוג נקבע מנגנון בוררות להכרעה במחלוקות הנוגעות לתשלום הפיצויים המוסכמים כאמור.

הסכם המיזוג כולל התחייבות של הרוכשת לשחרר את שיכון ובינוי בע"מ (בעלת השליטה בשו"ב אנרגיה, "**שו"ב**") מכל ערבות, בטוחה או התחייבות אחרת שהיא העמידה לטובת שו"ב אנרגיה (וככל שלא ניתן לשחררה מערבות מסוימת, תינתן התחייבות לשיפוי). וכן,

⁵¹ בין היתר, בגין חלוקות דיבידנד שתבצע שו"ב אנרגיה, והוצאות ותשלומים שונים.

⁵² למעט פקיעתם או מימושם של כתבי אופציה סחירים שהנפיקה שו"ב אנרגיה.



סעיפים מקובלים נוספים, לרבות הצהרות ומצגים של הצדדים, התחייבויות לתקופת הביניים, מיסים והוצאות אחרות וכן הוראות נוספות.

בד-בבד עם החתימה על הסכם המיזוג: (1) הקרן חתמה על כתב ערבות להבטחת קיומן המלא והמדויק של כל התחייבויותיהן של הרוכשת וחברת היעד לפי הסכם המיזוג, לרבות ההתחייבות לתשלום התמורה ולהחלפת ערבויותיה של שו"ב כמפורט לעיל; וכן - (2) שו"ב חתמה על כתב התחייבות בו היא מתחייבת, בין היתר, להצביע בכל הליך רלבנטי בעד אישור העסקה ולהצביע נגד כל עסקה נוגדת (למעט עסקה נוגדת עדיפה כמפורט לעיל ובכפוף לתשלום דמי הסיום).

השלמת עסקת רכישת שו"ב אנרגיה תהיה כפופה להתקיימות תנאים מתלים, הכוללים, בין היתר: (א) אישור האסיפה הכללית של שו"ב אנרגיה; (ב) אישורי רגולטורים (לרבות מהממונה על התחרות, רשות החשמל, מדינת ישראל (באמצעות החשב הכללי), רמ"י, וכן אישורים רגולטוריים נדרשים במדינות זרות (ככל שיידרשו)); (ג) אישור מחזיקי אגרות החוב של שו"ב אנרגיה לשינוי השליטה בה; (ד) ואישור גורמים מממנים מסוימים לשינוי השליטה; (ה) פקיעת כתבי האופציה הסחירים של שו"ב אנרגיה; ו-ו) היעדר שינוי מהותי לרעה כהגדרת מונח זה בהסכם המיזוג ("**התנאים המתלים**").

בהתאם להסכם המיזוג, המועד האחרון להשלמת עסקת רכישת שו"ב אנרגיה הינו 10 חודשים ממועד החתימה ("**המועד האחרון**"), כאשר כל צד יהיה רשאי להאריך את המועד האחרון ב-4 חודשים נוספים, בין היתר, לצורך קיום התנאים המתלים הנוגעים לאישורים רגולטוריים וקבלת אישורי גורמים מממנים. בנוסף, בנסיבות מסוימות המפורטות בהסכם, ניתן יהיה להאריך את המועד האחרון ב-4 חודשים נוספים וכן יהיו הצדדים רשאים להאריך את המועד האחרון בתקופות נוספות בהסכמה משותפת בכתב.

לפרטים נוספים ראו דוח מיידי מיום 29 ביולי 2026 (אסמכתה: 2026-01-071661), הכלול בדוח זה על דרך ההפניה.

המידע האמור לעיל בקשר להסכם המיזוג ותנאיו, ביצעו והשלמתו מהווה מידע צופה פני עתיד. הקרן מבהירה כי אין ודאות שכלל התנאים הנדרשים לצורך השלמת המיזוג יתממשו. הערכות הקרן לעניין השלמת המיזוג עשויות שלא להתממש, לרבות באופן שבו עסקת רכישת שו"ב אנרגיה לא תושלם, בין היתר בשל גורמים שאינם ידועים לקרן נכון למועד זה ו/או אינם בשליטתה, לרבות אי-קבלת אישורים רגולטוריים והסכמות נדרשות של צדדים שלישיים.

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

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.



1.8.5. עסקת חליפין ביחס להחזקות בשותפות MRC ובפרויקט ריינדיר

בהמשך לדוח המייד של הקרן מיום 30 ביוני 2026 בדבר ניהול משא ומתן, באמצעות PowerGen, עם רפק אנרג'י בע"מ ("רפק") לביצוע עסקת חליפין,⁵³ ביום 29 ביולי 2026 נחתם הסכם מחייב בנדון ("ההסכם" או "העסקה").

במסגרת ההסכם, PowerGen תעביר לרפק את מלוא זכויותיה (50%) בשותפות ג'נריישן רפק אחזקות אמ.אר.סי שותפות כללית, אשר דרכה מחזיקה PowerGen בעקיפין כ-16.67% באתר תחנת הכוח MRC ("MRC"), ומנגד, רפק תעביר ל-PowerGen את מלוא זכויותיה במישרין ובעקיפין (24.99%) בפרויקט תחנת הכוח ריינדיר ("פרויקט ריינדיר") ואת מלוא זכויותיה בהסכם אופציה להקמת פרויקט בקרקע צמודת דופן לפרויקט ריינדיר.⁵⁴ בכפוף להשלמת העסקה, תחזיק PowerGen בכ-52.5% מפרויקט ריינדיר ובכ-65% מהסכם האופציה להקמת הפרויקט בקרקע הצמודה.

במועד ההשלמה, תשלם PowerGen לרפק החזר בגין הוצאות והלוואות בעלים שהועמדו לפרויקט ריינדיר בתקופה שלאחר יום 31 בדצמבר 2025, שנכון למועד זה עומדים על כ-24 מיליון ש"ח ("החזר השקעות רפק").

בנוסף, ההסכם כולל מנגנון לפיו אם לא תושלם סגירה פיננסית לפרויקט ריינדיר במועדים ובתנאים שסוכמו, תשלם רפק ל-PowerGen סכום של עד 50 מיליון ש"ח, אך אם סגירה פיננסית לפרויקט ריינדיר אכן תושלם במועדים ובתנאים שסוכמו, תשלם PowerGen לרפק סכום של 15 מיליון ש"ח.

כמו כן, ההסכם כולל הוראות ביחס לתקופת הביניים אשר תחילתה במועד החתימה וסיומה במועד ההשלמה, ובכלל זה: התאמת תמורה במועד ההשלמה בגין תקבולים שהתקבלו (לרבות דיבידנדים מ-MRC מתחילת 2026) ו/או תשלומים ששולמו על ידי כל צד, וכן מנגנוני שיפוי במצבים מסוימים. לעניין זה, יוזכר כי שווי MRC נכון ליום 31 בדצמבר 2025 לפי הערכת השווי החיצונית האחרונה שבוצעה ל-PowerGen עמד על כ-377 מיליון ש"ח.

השלמת העסקה כאמור כפופה להתקיימות תנאים מתלים שעיקרם: אישורי רשות התחרות, רשות החשמל וגורמים מממנים ("התנאים המתלים"). בהסכם נקבע כי התקופה המקסימאלית להשלמת התנאים המתלים עומדת על 67 ימים ("תקופת התקיימות התנאים המתלים").

בסמוך למועד החתימה שילמה PowerGen לרפק סכום של 10 מיליון ש"ח אשר יקוזז מהחזר השקעות רפק ככל שהעסקה תושלם, ולא יוחזר במקרה בו העסקה לא תושלם בתקופת התקיימות התנאים המתלים. ל-PowerGen הזכות להאריך את תקופת התקיימות התנאים המתלים בחודש נוסף בתמורה להשקעת סכום של 10 מיליון ש"ח נוספים אשר גם הוא יקוזז

⁵³ אסמכתה: 2026-01-061290.

⁵⁴ החזקותיה של רפק בפרויקט ריינדיר הינם כדלקמן: כ-16.24% מיחידות ההשתתפות בשותפות ריינדיר (בדילול מלא), כ-15.63% מהונה המונפק והנפרע של ריינדיר שותף כללי (בדילול מלא) וכ-14.18% מהונה המונפק והנפרע של ריינדיר אנרגיה (בדילול מלא).



מהחזר השקעות רפק ככל והעסקה תושלם, ולא יוחזר במקרה בו העסקה לא תושלם בתקופת התקיימות התנאים המתלים.

לפרטים נוספים ראו דוח מידי מיום 29 ביולי 2026 (מס' אסמכתה: 2026-01-071672), הכלול בדוח זה על דרך ההפניה.

נכון למועד זה, אין ודאות כי יתקיימו התנאים המתלים להשלמת העסקה, או כי תושלם העסקה עד תום תקופת התקיימות התנאים המתלים (לרבות המוארכת). וכן, אין ודאות ביחס לסכומים שישלמו הצדדים זה לזה, הן בגין החזר הוצאות והלוואות בעלים, הן בגין השלמת סגירה פיננסית (או אי השלמתה) במועד השלמת העסקה והן בגין קיזוזים והשקעות הנגזרים ממועד השלמת העסקה. המידע כאמור הינו מידע צופה פני עתיד, אשר עשוי שלא להתממש או להתממש באופן שונה מהותית מהמתואר לעיל, וזאת, בין היתר, בשל תלות בגורמים שונים שאינם בשליטת PowerGen והקרן, לרבות אי-קבלת אישורים רגולטוריים והסכמות נדרשות של צדדים שלישיים.

1.8.6. מזכר הבנות מחייב ביחס לפרויקט ריינדיר עם נופר אנרגיה ישראל בע"מ

ביום 29 ביולי 2026 התקשרה PowerGen עם נופר אנרגיה ישראל בע"מ ("נופר") במזכר הבנות מחייב המסדיר את מערכת היחסים בין הצדדים ביחס להחזקותיהן בפרויקט ריינדיר ("מזכר ההבנות"), וזאת בהמשך להתקשרותה של נופר עם גופים מקבוצת הפניקס פיננסיים בע"מ (בסעיף זה, "הפניקס") וקבוצת מוכרים פרטיים (יחד עם הפניקס: "המוכרים") בהסכם מחייב לרכישת מלוא זכויות המוכרים (47.5%, במישרין ובעקיפין) בפרויקט ריינדיר, וזאת בתמורה לסך של 855 מיליון ש"ח ובתוספת של כ-142 מיליון ש"ח במקרה בו תושלם סגירה פיננסית לפרויקט ריינדיר עד לתום 30 חודשים ממועד החתימה ("התמורה בעסקת נופר-הפניקס"). במסגרת העסקה האמורה יועברו לנופר גם מלוא זכויות המוכרים (35%) בהסכם אופציה לקרקע צמודת דופן לפרויקט ריינדיר ("עסקת נופר-הפניקס").⁵⁵

בהתאם לתנאי מזכר ההבנות, הצדדים יפעלו בשיתוף פעולה על מנת לתקן את הסכם בעלי המניות בפרויקט ריינדיר ולאמץ מנגנון אשר יאפשר מתווה בו PowerGen תשלוט בפרויקט עד למועד ההפעלה המסחרית. החל ממועד זה, תועבר השליטה לנופר לתקופה של 5 שנים, לאחר מכן תוחזר ל-PowerGen ל-5 שנים, ובהמשך תועבר השליטה בין נופר ל-PowerGen לסירוגין, לתקופות של חמש שנים כל אחת. כמו כן, ייקבעו זכויות וטו לכל אחד מהצדדים בנושאים מסוימים, מבלי שיהיה בכך כדי לגרוע מסמכויות בעל השליטה באותה עת.

כמו כן, ל-PowerGen תוענק אופציית PUT למכירת מלוא החזקותיה בפרויקט ריינדיר, החל ממועד כניסת מזכר ההבנות לתוקף ועד להשלמת עסקת רכישת שו"ב אנרגיה, במחיר הזהה למחיר התמורה בעסקת נופר-הפניקס כשהוא מותאם לשיעורי ההחזקה של

⁵⁵ אם תושלם עסקת נופר הפניקס, וכן עסקת החליפין עם רפק, כמתואר בסעיף 1.8.5 לעיל, PowerGen ונופר יחזיקו במלוא הזכויות בפרויקט ריינדיר (52.5% ו- 47.5%, בהתאמה) ובמלוא הזכויות בהסכם האופציה להקמת הפרויקט בקרקע הצמודה (65% ו- 35%, בהתאמה).



PowerGen בפרויקט ריינדייר באותו מועד, ומותאם לחלוקות והשקעות שבוצעו בפרויקט ריינדייר במהלך תקופת אופציית ה-PUT.

בנוסף, נופר תתמוך במינויה של PowerGen כמפעיל ה-O&M בפרויקט ריינדייר וזאת בכפוף לאישור הבנק המממן ולכך שהסכם התפעול יהיה בתנאי שוק.

אם תושלם סגירה פיננסית לפרויקט ריינדייר עד ליום 31 בדצמבר 2026, תשלם נופר ל-PowerGen דמי הצלחה בסך של 10 מיליון ש"ח.

מזכר ההבנות האמור ייכנס לתוקף בכפוף להשלמת עסקת נופר-הפניקס ובכפוף לאישורים רגולטורים ככל שיידרשו.

לפרטים נוספים ראו דיווח מיידי מיום 29 ביולי 2026 (מס' אסמכתה: 2026-01-071757), הכלול בדוח זה על דרך ההפניה.

נכון למועד זה אין ודאות כי עסקת נופר-הפניקס תושלם, ובהתאם כי מזכר ההבנות ייכנס לתוקפו, וכן אין ודאות כי הסכם בעלי המניות בפרויקט ריינדייר יתוקן באופן שנקבע במזכר ההבנות, או כי PowerGen תמונה כמפעיל ה-O&M בפרויקט ריינדייר או כי תושלם סגירה פיננסית לפרויקט ריינדייר עד ליום 31 בדצמבר 2026. המידע כאמור הינו מידע צופה פני עתיד, אשר עשוי שלא להתממש או להתממש באופן שונה מהותית מהמתואר לעיל, וזאת, בין היתר, בשל תלות בגורמים שונים שאינם בשליטת PowerGen והקרן, לרבות אי-קבלת אישורים רגולטוריים והסכמות נדרשות של צדדים שלישיים.

1.9. עדכונים ביחס לתחום התחבורה

בהמשך לאמור בסעיף 4.7.3 לנספח ב' לפרק ב' לדוח התקופתי לשנת 2025 בדבר קיום משא ומתן בין פורום מפעילות התחבורה הציבורית לבין משרד התחבורה לעדכון ההסדרה הענפית בתחום התחבורה הציבורית באוטובוסים והתאמתה לצורכי הענף, ביום 27 במאי 2026 אושרה ההסדרה הענפית, ולהערכת הקרן, הסכם פרטני של משרד התחבורה עם מטרופולין צפוי להיחתם בשבועות הקרובים.

מועד החתימה הצפוי על הסכם פרטני עם מטרופולין הינו מידע צופה פני עתיד, אשר אין ודאות כי יתממש באופן המפורט לעיל או כי יתממש כלל.

1.10. השלמת מכירת פעילות הקרן בתחום התחבורה הרכבתית בבריטניה

בהמשך לדוח המיידי של הקרן מיום 18 במרץ 2026 אודות התקשרות הקרן⁵⁶ עם 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"ט ("התמורה") (לפני התאמת

⁵⁶ באמצעות תאגיד אנגלי בו מחזיקה הקרן ב-33.33%, המחזיק ב-30% מהון מניותיה של פורטרברוק.



דיבידנדים שהתקבלו מינואר 2026 ועד ההשלמה). ביום 9 ביוני 2026, הושלמה העסקה והתמורה שולמה לקרן במלואה.

לפרטים נוספים ראו סעיף 11.1 בפרק ב' (תיאור עסקי הקרן) לדוח התקופתי לשנת 2025 וכן דוחות מיידים של הקרן מימים 19 במרץ 2026 ו-10 ביוני 2026 (מס' אסמכתה: 2026-01-024394, ו-2026-01-054986, בהתאמה) הכלולים בדוח זה על דרך ההפניה.



2. ניתוח הדוחות הכספיים ליום 30 ביוני 2026

2.1. המצב הכספי

הסברי הדירקטוריון	ליום 30 ביוני		סעיף
	ליום 31 בדצמבר		
	2025	2025 2026	
	באלפי ש"ח		
נכסים שוטפים	533,922	536,615 1,080,602	השינוי בנכסים השוטפים נובע מגידול ביתרת המזומנים של הקרן מחד ומקיטון בשווי נכס מוחזק למכירה אשר מכירתו הושלמה במועד הדיווח מאידך.
נכסים שאינם שוטפים	4,556,855	3,847,838 5,830,282	העלייה ביחס לתקופה מקבילה נובעת מהשקעות ומעליית ערך השקעות.
סה"כ נכסים	5,090,777	4,384,453 6,910,884	
התחייבויות שוטפות	228,809	223,150 230,872	העלייה נובעת בעיקר מפירעונות (קרן ו/או ריבית) שוטפים צפויים של אגרות החוב (סדרות ב', ג' ו-ד'), מנגד קיטון בדיבידנד לשלם.
התחייבויות שאינן שוטפות	1,896,675	1,883,506 1,742,376	מקור השינוי הינו בעיקר פירעון מסגרות אשראי, המרת אג"ח להמרה (סדרה ד') למניות וכן בהתחייבות מיסים נדחים התואמת את השינוי בערך ההשקעות, בקיזוז השפעת נכס מס נדחה בגין הפסדים להעברה.
סה"כ התחייבויות	2,125,484	2,106,656 1,973,248	
הון מניות ופרמיה	1,426,486	1,147,498 2,650,297	הגידול בהון המניות ביחס לתקופה המקבילה נובע בעקבות המרות אג"ח להמרה (סדרה ד') למניות, הנפקת הון מניות ואופציות ביוני 2026 בסך כ-1 מיליארד ש"ח, מימוש אופציות לא סחירות למניות והנפקה פרטית באוקטובר 2025 בסך כ-280 מיליון ש"ח.



קרן הון תשלום מבוסס למניות	34,432	30,206	38,479	
תקבולים על חשבון רכיב המרה של אגרות חוב	2,081	21,701	21,423	הקיטון נובע מהמרת אג"ח להמרה (סדרה ד') למניות.
עודפים	2,250,826	1,078,392	1,478,905	הגידול בכל תקופה נובע מהרווח הנקי של הקרן בניכוי חלוקות דיבידנדים.
סה"כ הון	4,937,636	2,277,797	2,965,293	
סה"כ התחייבויות והון	6,910,884	4,384,453	5,090,777	



2.2. תוצאות הפעולות

סעיף	לתקופה של שישה חודשים שהסתיימה ביום 30 ביוני		לתקופה של שלושה חודשים שהסתיימה ביום 30 ביוני		לתקופה של שנה שהסתיימה ביום 31 בדצמבר 2025	הסברי הדירקטוריון
	2025		2026		2025	
	אלפי ש"ח					
הכנסות	1,130,265	203,657	870,527	137,454	823,900	השינוי בסעיף זה נובע בעיקרו משינוי בשווי ההוגן של ההשקעות ומהיקף ההכנסות שהתקבלו מההשקעות. לפרטים נוספים ראו נספחים א' וג' לדוח זה.
הוצאות דמי ניהול	(13,756)	(13,324)	(6,875)	(6,742)	(27,074)	
הוצאות בגין מענק שנתי	(3,000)	(*) -	(1,611)	(*) -	(2,911) (*)	הגידול ברכיב המענק תואם את אומדן התשלום הצפוי בהתאם לתנאי המענק.
הוצאות בגין עסקאות	(3,690)	(667)	(3,256)	(33)	(1,692)	הגידול בהוצאות נובע מעלויות הקשורות במימוש פורטרברוק.
הוצאות תפעוליות אחרות	(16,293)	(*) (7,212)	(4,824)	(*) (4,480)	(14,457) (*)	הגידול נובע בעיקר ממחויבות מבוססת ביצועים עבור התקופה ותקופות קודמות (בתקופות קודמות לא הייתה עמידה בתנאי המחויבות).
הוצאות בגין תשומות מע"מ שלא נדרשו	(2,266)	(1,724)	(910)	(899)	(3,582)	
סה"כ הוצאות	(39,005)	(22,927)	(17,476)	(12,154)	(49,716)	



סעיף	לתקופה של שישה חודשים שהסתיימה ביום 30 ביוני		לתקופה של שלושה חודשים שהסתיימה ביום 30 ביוני		לתקופה של שנה שהסתיימה ביום 31 בדצמבר 2025	הסברי הדירקטוריון
	2025	2026	2025	2026		
	אלפי ש"ח					
הוצאות מימון	(41,414)	(49,617)	(29,862)	(32,342)	(88,982)	הקיטון בהוצאות המימון ביחס לתקופה המקבילה נובע בעיקר מהפרשי הצמדה למדד והמרות של אג"ח סדרה ד'.
הכנסות מימון	3,055	581	2,997	127	1,167	הגידול בהכנסות המימון ביחס לתקופה המקבילה נובע בעיקר מגידול בריבית מפיקדונות בנקאיים שהושקעו מכספי הנפקת הון מניות וכתבי אופציה.
רווח לפני מסים על הכנסה	1,052,901	131,694	826,186	93,085	686,369	
מיסים על ההכנסה	(230,487)	(24,128)	(189,743)	(16,092)	(143,290)	השינוי בסעיף זה הינו בהתאמה לשינוי בסעיף התחייבויות מיסים נדחים המפורט בדוח הכספי.
רווח כולל	822,414	107,566	636,443	76,993	543,079	



סעיף	לתקופה של שישה חודשים שהסתיימה ביום 30 ביוני		לתקופה של שלושה חודשים שהסתיימה ביום 30 ביוני		לתקופה של שנה שהסתיימה ביום 31 בדצמבר 2025	הסברי הדירקטוריון
	2025	2026	2025	2026		
	אלפי ש"ח					
הכנסות	1,130,265	203,657	870,527	137,454	823,900	השינוי בסעיף זה נובע בעיקרו משינוי בשווי ההוגן של ההשקעות ומהיקף ההכנסות שהתקבלו מההשקעות. לפרטים נוספים ראו נספחים א' וג' לדוח זה.
הוצאות דמי ניהול	(13,756)	(13,324)	(6,875)	(6,742)	(27,074)	
הוצאות בגין מענק שנתי	(3,000)	(*) -	(1,611)	(*) -	(2,911) (*)	הגידול ברכיב המענק תואם את אומדן התשלום הצפוי בהתאם לתנאי המענק.
הוצאות בגין עסקאות	(3,690)	(667)	(3,256)	(33)	(1,692)	הגידול בהוצאות נובע מעלויות הקשורות במימוש פורטרברוק.
הוצאות תפעוליות אחרות	(16,293)	(*) (7,212)	(4,824)	(*) (4,480)	(14,457) (*)	הגידול נובע בעיקר ממחויבות מבוססת ביצועים עבור התקופה ותקופות קודמות (בתקופות קודמות לא הייתה עמידה בתנאי המחויבות).
הוצאות בגין תשומות מע"מ שלא נדרשו	(2,266)	(1,724)	(910)	(899)	(3,582)	
סה"כ הוצאות	(39,005)	(22,927)	(17,476)	(12,154)	(49,716)	



סעיף	לתקופה של שישה חודשים שהסתיימה ביום 30 ביוני		לתקופה של שלושה חודשים שהסתיימה ביום 30 ביוני		לתקופה של שנה שהסתיימה ביום 31 בדצמבר 2025	הסברי הדירקטוריון
	2025	2026	2025	2026		
	אלפי ש"ח					
הוצאות מימון	(41,414)	(49,617)	(29,862)	(32,342)	(88,982)	הקיטון בהוצאות המימון ביחס לתקופה המקבילה נובע בעיקר מהפרשי הצמדה למדד והמרות של אג"ח סדרה ד'.
הכנסות מימון	3,055	581	2,997	127	1,167	הגידול בהכנסות המימון ביחס לתקופה המקבילה נובע בעיקר מגידול בריבית מפיקדונות בנקאיים שהושקעו מכספי הנפקת הון מניות וכתבי אופציה.
רווח לפני מסים על הכנסה	1,052,901	131,694	826,186	93,085	686,369	
מיסים על ההכנסה	(230,487)	(24,128)	(189,743)	(16,092)	(143,290)	השינוי בסעיף זה הינו בהתאמה לשינוי בסעיף התחייבויות מיסים נדחים המפורט בדוח הכספי.
רווח כולל	822,414	107,566	636,443	76,993	543,079	

(*) התאמה לא מהותית של מספרי השוואה.



2.3. נזילות

סעיף	לתקופה של שישה חודשים שהסתיימה ביום 30 ביוני		לתקופה של שלושה חודשים שהסתיימה ביום 30 ביוני		ליום 31 בדצמבר 2025	הסברי הדירקטוריון
	2025	2026	2025	2026		
	אלפי ש"ח					
מזומנים יתרת פתיחה	32,722	50,297	13,613	40,455	50,297	
מזומנים נטו שנבעו מפעילות שוטפת של הקרן	79,885	37,091	55,524	29,722	149,534	השינוי במזומנים נטו שנבעו מפעילות שוטפת נובע מתקבולים מההשקעות בקיזוז העלויות התפעוליות ועלויות ריבית.
מזומנים נטו שנבעו מפעילות (ששימשו לפעילות) השקעה	239,815	(40,723)	385,885	(41,791)	(269,135)	השינוי במזומנים נטו שנבעו מפעילות או ששימשו לפעילות השקעה נובע מהיקף ההשקעות בנכסי הפורטפוליו ותמורה ממכירת נכסי הפורטפוליו בניכוי או בתוספת פירעונות עסקאות גידור.
מזומנים נטו שנבעו מפעילות (ששימשו לפעילות) מימון	722,585	(36,176)	619,985	(17,897)	102,026	השינוי במזומנים נטו שנבעו מפעילות או ששימשו לפעילות מימון נובע בעיקר מהיקף גיוסי ההון והחוב שביצעה הקרן בכל תקופה (לרבות ניצול מסגרת אשראי), בניכוי פירעונות קרנות הלוואות ואגרות חוב.
מזומנים יתרת סגירה	1,075,007	10,489	1,075,007	10,489	32,722	



3. הוראות גילוי בקשר עם הדיווח הפיננסי של התאגיד

3.1. נזילות

יתרת הנזילות

⁵⁷ של הקרן ליום 19 באוגוסט 2026 מוערכת בכ-1,557,554 אלפי ש"ח.

3.2. 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 ב' לדוחות הכספיים.

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

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

3.4. חשיפה לשינויים באינפלציה ועליית הריבית

המחצית הראשונה של שנת 2026 התאפיינה במגמות מעורבות: מדד המחירים לצרכן עלה בחודשים ינואר עד יוני 2026 בשיעור מצטבר של כ-1.2% ובנק ישראל קבע בחודש יולי 2026 את תחזית האינפלציה השנתית בארבעת הרבעונים הקרובים, המסתיימים ברבעון השני של שנת 2027 ל-1.8%⁵⁸. במקביל, בימים 5 בינואר 2026, 25 במאי 2026 ו-6 ביולי 2026 הודיע בנק ישראל, על הפחתה שניה, שלישית ורביעית בשיעור הריבית, בשיעור של 0.25% כל אחת, לרמה של 3.5%.

נכון ליום 30 ביוני 2026, לקרן חוב פיננסי במח"מ ארוך⁵⁹ הצמוד למדד המחירים לצרכן בסך כולל של 1,185,072,840 ש"ח ע.ג. 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 מההשקעות הקרן, נוכח הצמדת מרבית מהכנסות ההשקעות למדד המחירים לצרכן (ולמדדים אחרים הרלוונטיים לתחומי הפעילות, שהינם בעלי קורלציה גבוהה למדד המחירים לצרכן). 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.

לעניין הריבית, 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.

⁵⁷ לרבות מסגרות אשראי שטרם נוצלו.

⁵⁸ התחזית המקרו-כלכלית של חטיבת המחקר של בנק ישראל, יולי 2026.

⁵⁹ אגרות חוב (סדרה ב') ואגרות חוב (סדרה ג'), לפרטים ראו סעיף 4 להלן. מלבד אגרות החוב כאמור, לקרן אין עלויות נוספות הצמודות למדד המחירים לצרכן.



4. פרטים אודות הערכות שווי מהותיות ומהותיות מאוד

זיהוי נושא ההערכה	BlueGen בע"מ	PowerGen בע"מ	בן תור בע"מ
עיתוי הערכה	30 ביוני 2026		
הערכה מהותית/מהותית מאוד	מהותית מאוד	מהותית מאוד	מהותית מאוד
שווי נושא ההערכה סמוך לפני מועד ההערכה (באלפי ש"ח)	1,104,998	2,255,153	1,169,553
שווי נושא ההערכה שנקבע בהתאם לערכה (באלפי ש"ח)	1,578,584	2,622,807	1,202,507
זיהוי המעריך ואפיוניו	BDO, זיו האפט		
מודל ההערכה שמעריך השווי פעל לפיו	שיטת היוון תזרים מזומנים (Discounted cash flow) קביעת שווי הנכס בהתאם לעסקה במניות הנכס במועד הסמוך לתאריך הדוח. שווי הנכס שנקבע בעסקה בין מוכר מרצון וקונה מרצון, שאינם קשורים זה בזה, משקף את השווי ההוגן של הנכס.		
ההנחות שלפיהן ביצע מעריך השווי את ההערכה, בהתאם למודל ההערכות	- נכסי זכיינות (דרך הים, סמארט וויסט, דיה ופרויקט אשדוד) – הכנסות, עלויות, השקעות, אורך חיי הנכס והיקפי הפעילות בהתאם להסכמים הקיימים, תנאי המכרזים והמודלים הפיננסיים העדכניים של כל אחד מהפרויקטים. - ביחס לזרוע המים וה-EPC (לרבות כימיקלים) – שיעורי הצמיחה בהכנסות נגזרו מתכניות העבודה והתחזיות העסקיות של החברה לכל פעילות, תוך הנחת צמיחה ארוכת טווח של כ-3% נומינלי. תחזיות העלויות, ההשקעות וההון החוזר נקבעו בהתאם להערכות החברה, לביצועי העבר ולמאפייני הפעילות בכל תחום - זרוע הפסולת (פסולת מעורבת, הפרדה במקור, מיחזור, טיפול בקרקעות וזרמי פסולת ייעודיים) – תחזיות ההכנסות מבוססות על דמי קליטה, הכנסות ממיון, טיפול ומיחזור פסולת, מכירת תוצרים וחומרי מיחזור, הסכמים קיימים עם		
	פוטנציאל השפעת כלל השינויים בהנחות העיקריות על שווי הנכס אינה מהותית. זכאות החברה לתשואה לבעלים הצפויה על השקעתם. שיעור תשואה משוקלל לבעלים (Ke) – 12%		



לקוחות ותאגידי מיחזור, קיבולת מתקנים והערכות החברה ביחס להיקפי הפעילות העתידיים. תחזיות העלויות, ההשקעות וההון החוזר נקבעו בהתאם למאפייני הפעילות השונים, לתמהיל הטיפול בזרמי הפסולת, לתכניות ההתייעלות ולהערכות החברה ביחס להתפתחות הענף בשנים הבאות. מבנה העלויות משתנה לאורך שנות התחזית וגוזר שיעורי רווחיות משתנים. • שיעור תשואה משוקלל לבעלים $(K_e) - 11.7\%$ • התזרימים החזויים הוכנו במונחים נומינליים, בהתאם לתחזיות הנהלת החברה, וכוללים הנחות בדבר שיעור מס חברות של 23%, צרכי הון חוזר, השקעות הוניות, פחת ושיעורי צמיחה ארוכי טווח בהתאם למאפייני כל פעילות			
נספח	א'	ג'	ב'



4. גילוי ייעודי למחזיקי אגרות החוב של הקרן

להלן יובא תיאור סדרת אגרות החוב של הקרן שבמחזור נכון ליום 30 ביוני 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	כן	לא
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 הרחבת סדרה: 83,945,000	הנפקה ראשונה: 513,956,000 הרחבת סדרה ראשונה: 353,803,000 הרחבת סדרה שניה: 180,000,000	220,000,000
ערך נקוב (בש"ח)	למועד הדוח	346,865,640	838,207,200	21,154,542
	יתרה משוערכת לפי תנאי הצמדה	408,143,947	971,896,004	21,154,542
סכום הריבית שנצברה וטרם שולמה למועד הדוח (באלפי ש"ח)		-	1,817,312	419,613



אגרות חוב (סדרה ב')		אגרות חוב (סדרה ג')		אגרות חוב (סדרה ד') להמרה
שווי פנקסני כפי שנוכלל בדוחות הכספיים לרבות ריבית שנצברה (באלפי ש"ח)		405,374,611		914,315,832
19,785,852		65,557,916		(מרכיב התחייבותי והוני)
שווי הוגן (שווי בורסאי) ליום 30.06.2026 (באלפי ש"ח)		388,003,905		914,400,234
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 0.75%, כפופה להתאמות במקרה של אי עמידה באמות מידה פיננסיות, כמפורט להלן.
מועדי תשלום הקרן		קרן אגרות החוב תפרע בתשעה תשלומים שנתיים, כאשר שלושת התשלומים הראשונים ישולמו ביום 30 ביוני של כל אחת מהשנים 2023 עד 2025, באופן שכל אחד מבין שלושת התשלומים יהווה 7% מהערך הנקוב של אגרות החוב, ארבעה תשלומים נוספים ישולמו ביום 30 ביוני של כל אחת מהשנים 2026 עד 2029, באופן שכל אחד מבין ארבעת התשלומים יהווה 13% מהערך הנקוב של אגרות החוב, ושני תשלומים נוספים ישולמו ביום 30 ביוני של כל אחת מהשנים 2030 ו-2031, באופן שכל אחד מבין שני התשלומים כאמור יהווה 13.5% מהערך הנקוב של אגרות החוב.		קרן אגרות החוב תיפרע בעשרה תשלומים שנתיים, אשר ישולמו ביום 30 בספטמבר של כל אחת מהשנים 2024 עד 2033 (כולל), באופן שכל אחד מבין התשלומים כאמור יהווה 10% מהערך הנקוב של אגרות החוב.
קרן אגרות החוב תיפרע בשני תשלומים שווים, אשר ישולמו ביום 31 בדצמבר של כל אחת מהשנים 2028 ו-2029, 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).	
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.						
אמות מידה פיננסיות ושיעור העמידה בהן	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 ⁶⁰ של הקרן לא יפחת מ-700 מיליון ש"ח.	ההון העצמי ⁶⁰ של הקרן לא יפחת מ-840 מיליון ש"ח.	ההון העצמי ⁶⁰ של הקרן לא יפחת מ-1,100 מיליון ש"ח.
<u>אמת מידה פיננסית לצורך מנגנון התאמת שיעור הריבית: סך ההון העצמי של הקרן לא יפחת מ-775 מיליון ש"ח.</u>	<u>אמת מידה פיננסית לצורך מנגנון התאמת שיעור הריבית: סך ההון העצמי של הקרן לא יפחת מ-900 מיליון ש"ח.</u>	<u>אמת מידה פיננסית לצורך מנגנון התאמת שיעור הריבית: סך ההון העצמי של הקרן לא יפחת מ-1,350 מיליון ש"ח.</u>
עמידה ליום 30.06.2026: ההון העצמי של הקרן עומד על כ-4,937.6 מיליון ש"ח.		
<u>התניית יחס חוב לסך הנכסים</u>	<u>התניית יחס חוב לסך הנכסים</u>	<u>התניית יחס חוב לסך הנכסים</u>
<u>אמת מידה פיננסית לצורך עמידה בהתחייבויות לפי שטר הנאמנות: היחס בין החוב הפיננסי נטו⁶¹ לבין סך הנכסים⁶² לא יעלה על 45%.</u>	<u>אמת מידה פיננסית לצורך עמידה בהתחייבויות לפי שטר הנאמנות: היחס בין החוב הפיננסי נטו⁶¹ לבין סך הנכסים⁶² לא יעלה על 48%.</u>	<u>אמת מידה פיננסית לצורך עמידה בהתחייבויות לפי שטר הנאמנות: היחס בין החוב הפיננסי נטו⁶¹ לבין סך הנכסים⁶² לא יעלה על 55%.</u>
<u>אמת מידה פיננסית לצורך מנגנון התאמת שיעור הריבית: היחס בין החוב הפיננסי נטו⁶¹ לבין סך הנכסים⁶² עלה על 42%.</u>	<u>אמת מידה פיננסית לצורך מנגנון התאמת שיעור הריבית: היחס בין החוב הפיננסי נטו⁶¹ לבין סך הנכסים⁶² עלה על 46%.</u>	<u>אמת מידה פיננסית לצורך מנגנון התאמת שיעור הריבית: היחס בין החוב הפיננסי נטו⁶¹ לבין סך הנכסים⁶² עלה על 52.5%.</u>
עמידה ליום 30.06.2026: יחס חוב לסך נכסים עומד על כ-4.5%.		

⁶⁰ "הון עצמי", משמעו: הון עצמי כמוצג בדוחותיה הכספיים האחרונים של החברה (מבוקרים או סקורים, לפי העניין), לא כולל זכויות מיעוט.

⁶¹ "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 מתאידיים בנקאיים או ממוסדות פיננסיים (וביחס לסדרות ב' ו-ג', בצירוף חלויות שוטפות של אשראי זה, הלוואות מתאידיים בנקאיים או ממוסדות פיננסיים בצירוף חלויות שוטפות של הלוואות אלה), אשראי שהועמד על ידי מוכר נכס הנכלל בחישוב "סך הנכסים" כהלוואת מוכר בקשר עם רכישת הנכס ("הלוואת מוכר") ואגרות חוב (וביחס לסדרות ב'-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.

⁶² "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 החברה⁶³, 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 החברה⁶³ 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 החברה⁶³, 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 החברה⁶³ 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 החברה⁶³, 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 החברה⁶³ בניכוי התחייבויות החברה כאמור לא יפחת מ-1,350 מיליון ש"ח.
עמידה ליום 30.06.2026: ה-NAV עומד על כ-4,937.6 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.	

⁶³ 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	לפרטים אודות שער ההמרה של אגרות החוב (סדרה ד') נכון למועד הדוח, ראו דיווח מיידי מיום 23 ביוני 2026 (מס' אסמכתה: 2026-01-058702).
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.

ארוז בלשה
מנכ"ל ודירקטור

יוסף זינגר
יו"ר הדירקטוריון

תאריך החתימה: 19 באוגוסט 2026



ג'נריישן קפיטל בע"מ
תמצית דוחות כספיים ביניים
ליום 30 ביוני 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
5-6	תמצית דוחות על השינויים בהון ביניים
7	תמצית דוחות על תזרימי המזומנים ביניים
8-21	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 30 ביוני 2026 ואת הדוחות התמציתיים על הרווח הכולל, השינויים בהון ותזרימי המזומנים לתקופות של שישה ושלשה חודשים שהסתיימו באותו תאריך. הדירקטוריון וההנהלה אחראים לעריכה ולהצגה של מידע כספי לתקופות ביניים אלה בהתאם לתקן חשבונאות בינלאומי IAS 34 "דיווח כספי לתקופות ביניים", וכן הם אחראים לעריכת מידע כספי לתקופות ביניים אלה לפי פרק ד' של תקנות ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומיידיים), התש"ל-1970. אחריותנו היא להביע מסקנה על מידע כספי לתקופות ביניים אלה בהתבסס על סקירתנו.

היקף הסקירה

ערכנו את סקירתנו בהתאם לתקן סקירה (ישראל) 2410 של לשכת רואי חשבון בישראל בדבר "סקירה של מידע כספי לתקופות ביניים הנערכת על ידי רואה החשבון המבקר של הישות". סקירה של מידע כספי לתקופות ביניים מורכבת מברורים, בעיקר עם אנשים האחראים לעניינים הכספיים והחשבונאיים, ומיישום נוהלי סקירה אנליטיים ואחרים. סקירה הינה מצומצמת בהיקפה במידה ניכרת מאשר ביקורת הנערכת בהתאם לתקני ביקורת מקובלים בישראל ולפיכך אינה מאפשרת לנו להשיג ביטחון שניוודע לכל העניינים המשמעותיים שהיו יכולים להיות מזוהים 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

חיפה, 19 באוגוסט 2026



31 בדצמבר 2025	30 ביוני 2025	30 ביוני 2026		
מבוקר	בלתי מבוקר	בלתי מבוקר		
אלפי ש"ח	אלפי ש"ח	אלפי ש"ח	באור	
נכסים שוטפים				
32,722	10,489	1,075,007		מזומנים ושווי מזומנים
5,755	6,973	5,595		חייבים ויתרות חובה לזמן קצר
495,445	519,153	-		השקעה בנכס פורטפוליו מוחזק למכירה
533,922	536,615	1,080,602		
סה"כ נכסים שוטפים				
נכסים שאינם שוטפים				
4,556,855	3,847,838	5,830,282	3	השקעות בנכסי הפורטפוליו
4,556,855	3,847,838	5,830,282		סה"כ נכסים שאינם שוטפים
5,090,777	4,384,453	6,910,884		סה"כ נכסים
התחייבויות שוטפות				
199,567	198,026	201,879		חלויות שוטפות של אגרות חוב
29,242	25,124	28,993		זכאים ויתרות זכות
228,809	223,150	230,872		סה"כ התחייבויות שוטפות
התחייבויות שאינן שוטפות				
8,932	8,648	3,750	3 ג' (1)	זכאים ויתרות זכות לזמן ארוך
120,000	119,000	-	4 ו'	אשראי לזמן ארוך
1,370,979	1,472,448	1,135,360	4	אגרות חוב
396,764	283,410	603,266		התחייבויות מסים נדחים
1,896,675	1,883,506	1,742,376		סה"כ התחייבויות שאינן שוטפות
2,125,484	2,106,656	1,973,248		סה"כ התחייבויות
הון				
1,426,486	1,147,498	2,650,297	5	הון מניות ופרמיה
38,479	30,206	34,432	5	קרן הון בגין תשלום מבוסס מניות
21,423	21,701	2,081		תקבולים על חשבון רכיב המרה של אגרות חוב
1,478,905	1,078,392	2,250,826		עודפים
2,965,293	2,277,797	4,937,636		סה"כ הון
5,090,777	4,384,453	6,910,884		סה"כ התחייבויות והון
איתי פלד	ארז בלשה	יוסף זינגר		
סמנכ"ל כספים	מנכ"ל ודירקטור	יו"ר הדירקטוריון		

תאריך אישור הדוחות: 19 באוגוסט 2026



שנה שהסתיימה ביום 31 בדצמבר 2025	שלושה חודשים שהסתיימו ביום 30 ביוני 2025	שלושה חודשים שהסתיימו ביום 30 ביוני 2026	שישה חודשים שהסתיימו ביום 30 ביוני 2025	שישה חודשים שהסתיימו ביום 30 ביוני 2026	
מבוקר	בלתי מבוקר	בלתי מבוקר	בלתי מבוקר	בלתי מבוקר	באור
אלפי ש"ח	אלפי ש"ח	אלפי ש"ח	אלפי ש"ח	אלפי ש"ח	
הכנסות					
229,596	45,412	68,475	66,250	112,468	3 הכנסות מנכסי הפורטפוליו
594,304	92,042	802,052	137,407	1,017,797	3 שינוי נטו בשווי הוגן של השקעות בנכסי הפורטפוליו בניכוי הכנסות מנכסי הפורטפוליו
823,900	137,454	870,527	203,657	1,130,265	סה"כ הכנסות
הוצאות					
(27,074)	(6,742)	(6,875)	(13,324)	(13,756)	דמי ניהול
(*) (2,911)	(*) -	(1,611)	(*) -	(3,000)	הוצאות בגין מענק שנתי
(1,692)	(33)	(3,256)	(667)	(3,690)	הוצאות בגין עסקאות
(*) (14,457)	(*) (4,480)	(4,824)	(*) (7,212)	(16,293)	6 הוצאות תפעוליות ואחרות
(3,582)	(899)	(910)	(1,724)	(2,266)	הוצאות בגין תשומות מע"מ שלא נדרשו
(49,716)	(12,154)	(17,476)	(22,927)	(39,005)	סה"כ הוצאות
774,184	125,300	853,051	180,730	1,091,260	רווח מפעולות רגילות
הכנסות (הוצאות) מימון					
(88,982)	(32,342)	(29,862)	(49,617)	(41,414)	הוצאות מימון
1,167	127	2,997	581	3,055	הכנסות מימון
(87,815)	(32,215)	(26,865)	(49,036)	(38,359)	
686,369	93,085	826,186	131,694	1,052,901	רווח לפני מסים על הכנסה
(143,290)	(16,092)	(189,743)	(24,128)	(230,487)	מסים על הכנסה
543,079	76,993	636,443	107,566	822,414	סה"כ רווח כולל מיוחס לבעלי מניות החברה
0.412	0.061	0.352	0.085	0.489	רווח למניה בסיסי המיוחס לבעלי מניות בחברה (בש"ח)
0.352	0.052	0.313	0.074	0.424	רווח למניה מדולל המיוחס לבעלי מניות בחברה (בש"ח)

(*) התאמה לא מהותית של מספרי השוואה



סך הכל הון אלפי ש"ח	עודפים אלפי ש"ח	קרן הון תשלום מבוסס מניות אלפי ש"ח	תקבולים על חשבון		הון מניות ופרמיה אלפי ש"ח	
			רכיב המרה של אגרות חוב	אלפי ש"ח		
2,965,293	1,478,905	38,479	21,423	1,426,486	יתרה ליום 31 בדצמבר 2025 (מבוקר)	שינויים בתקופת ששת החודשים שהסתיימו ביום 30 ביוני 2026 (לא מבוקר)
3,383	-	3,383	-	-	תשלום מבוסס מניות	
23,984	-	23,984	-	-	מסים נדחים בגין תשלום מבוסס מניות	
(50,493)	(50,493)	-	-	-	חלוקת דיבידנד	
-	-	(3,749)	-	3,749	הנפקת מניות חסומות	
2,291	-	(27,665)	-	29,956	מימוש אופציות למניות	
990,109	-	-	-	990,109	הנפקת מניות וכתבי אופציה, נטו (*)	
180,655	-	-	(19,342)	199,997	המרת אגרות חוב למניות (**)	
822,414	822,414	-	-	-	רווח כולל בתקופה	
4,937,636	2,250,826	34,432	2,081	2,650,297	יתרה ליום 30 ביוני 2026 (לא מבוקר)	
2,198,386	1,000,826	32,025	21,701	1,143,834	יתרה ליום 31 בדצמבר 2024 (מבוקר)	שינויים בתקופת ששת החודשים שהסתיימו ביום 30 ביוני 2025 (לא מבוקר)
1,845	-	1,845	-	-	תשלום מבוסס מניות	
(30,000)	(30,000)	-	-	-	חלוקת דיבידנד	
-	-	(3,664)	-	3,664	הנפקת מניות חסומות	
107,566	107,566	-	-	-	רווח כולל בתקופה	
2,277,797	1,078,392	30,206	21,701	1,147,498	יתרה ליום 30 ביוני 2025 (לא מבוקר)	
3,233,165	1,639,876	38,973	13,639	1,540,677	יתרה ליום 31 במרץ 2026 (לא מבוקר)	שינויים בתקופת שלושת החודשים שהסתיימו ביום 30 ביוני 2026 (לא מבוקר)
1,806	-	1,806	-	-	תשלום מבוסס מניות	
5,113	-	5,113	-	-	מסים נדחים בגין תשלום מבוסס מניות	
(25,493)	(25,493)	-	-	-	חלוקת דיבידנד	
2,291	-	(11,460)	-	13,751	מימוש אופציות למניות	
990,109	-	-	-	990,109	הנפקת מניות וכתבי אופציה (*)	
94,202	-	-	(11,558)	105,760	המרת אגרות חוב למניות (**)	
636,443	636,443	-	-	-	רווח כולל בתקופה	
4,937,636	2,250,826	34,432	2,081	2,650,297	יתרה ליום 30 ביוני 2026 (לא מבוקר)	
2,214,876	1,016,399	29,278	21,701	1,147,498	יתרה ליום 31 במרץ 2025 (לא מבוקר)	שינויים בתקופת שלושת החודשים שהסתיימו ביום 30 ביוני 2025 (לא מבוקר)
928	-	928	-	-	תשלום מבוסס מניות	
(15,000)	(15,000)	-	-	-	חלוקת דיבידנד	
76,993	76,993	-	-	-	רווח כולל בתקופה	
2,277,797	1,078,392	30,206	21,701	1,147,498	יתרה ליום 30 ביוני 2025 (לא מבוקר)	

(*) לפרטים אודות הנפקת מניות וכתבי אופציה ראו באור 5' להלן.
 (**) לפרטים אודות המרת אגרות חוב למניות ראו באור 5' להלן.



סך הכל הון אלפי ש"ח	עודפים אלפי ש"ח	קרן הון תשלום מבוסס מניות אלפי ש"ח	תקבולים על חשבון		הון מניות ופרמיה אלפי ש"ח
			רכיב המרה של אגרות חוב אלפי ש"ח	אגרות חוב אלפי ש"ח	
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)					
4,493	-	4,493	-	-	תשלום מבוסס מניות
5,808	-	5,808	-	-	מסים נדחים בגין תשלום מבוסס מניות
-	-	(3,664)	-	3,664	הנפקת מניות חסומות
-	-	(183)	-	183	מימוש אופציות למניות
275,901	-	-	-	275,901	הנפקת מניות וכתבי אופציה
2,626	-	-	(278)	2,904	המרת אגרות חוב למניות
(65,000)	(65,000)	-	-	-	חלוקת דיבידנד
543,079	543,079	-	-	-	רווח כולל בשנה
2,965,293	1,478,905	38,479	21,423	1,426,486	יתרה ליום 31 בדצמבר 2025 (מבוקר)



שנה שהסתיימה ביום 31 בדצמבר 2025	שלושה חודשים שהסתיימו ביום 30 ביוני 2025	שלושה חודשים שהסתיימו ביום 30 ביוני 2026	שישה חודשים שהסתיימו ביום 30 ביוני 2025	שישה חודשים שהסתיימו ביום 30 ביוני 2026
מבוקר אלפי ש"ח	בלתי מבוקר אלפי ש"ח	בלתי מבוקר אלפי ש"ח	בלתי מבוקר אלפי ש"ח	בלתי מבוקר אלפי ש"ח
543,079	76,993	636,443	107,566	822,414
88,982 (1,167) (219,557)	32,342 (127) (42,777)	29,862 (2,997) (65,711)	49,617 (581) (61,605)	41,414 (3,055) (106,939)
(594,304) 3,433 3,749 143,290 (575,574)	(92,042) 149 928 16,092 (85,435)	(802,052) 2,611 944 189,743 (647,600)	(137,407) 206 1,845 24,128 (123,797)	(1,017,797) 12,349 1,882 230,487 (841,659)
3,832 1,670 5,502	235 (86) 149	(349) 5,727 5,378	2,614 (138) 2,476	160 3,298 3,458
1,167 (44,197) 219,557 176,527 149,534	127 (4,889) 42,777 38,015 29,722	2,997 (7,405) 65,711 61,303 55,524	581 (11,340) 61,605 50,846 37,091	3,055 (14,322) 106,939 95,672 79,885
(275,935) - 6,800 (269,135)	(34,651) - (7,140) (41,791)	(80,896) 436,460 30,321 385,885	(44,408) - 3,685 (40,723)	(241,335) 436,460 44,690 239,815
(150,596) (45,000) (18,279) 280,000 (4,099) - 283,200 (243,200) 102,026	(41,897) (15,000) - - - 39,000 - (17,897)	(79,322) (50,493) - 1,000,001 (9,892) 2,291 - (242,600) 619,985	(41,897) (15,000) (18,279) - - 39,000 - (36,176)	(79,322) (70,493) - 1,000,001 (9,892) 2,291 122,600 (242,600) 722,585
(17,575) 50,297 32,722	(29,966) 40,455 10,489	1,061,394 13,613 1,075,007	(39,808) 50,297 10,489	1,042,285 32,722 1,075,007
(8,532) (20,000) 2,626 183	(5,095) (15,000) - -	- - 94,202 11,460	(8,532) (15,000) - -	- - 180,655 27,665

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 לפעילות השקעה

השקעות בנכסי הפורטפוליו

תמורה ממימוש נכס פורטפוליו

תקבול (פרעון) עסקת גידור

מזומנים נטו שנבעו מפעילות (ששימשו לפעילות)

השקעה

תזרימי מזומנים לפעילות מימון

פירעון של אגרות חוב

דיבידנד ששולם

פירעון הלוואה לזמן קצר מנכס פורטפוליו

תמורה מהנפקת הון מניות וכתבי אופציה

עלויות הנפקת הון (**)

תמורה ממימוש אופציות לא סחירות למניות

משיכת אשראי מתאגידים בנקאיים לזמן ארוך

פירעון אשראי לתאגידים בנקאיים לזמן ארוך

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 בנכסי הפורטפוליו בתמורה נדחית

דיבידנד שהוכרז

המרת אגרות חוב למניות

מימוש אופציות למניות Cashless

(*) לא כולל הכנסות מדמי ניהול.

(**) לפרטים אודות עלויות ההנפקה ראו באור 5ה' להלן.

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

ג'נריישן 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 בע"מ. משרדי הקרן ממוקמים ברחוב נסים 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 22' בדוחות הכספיים לשנה שהסתיימה ביום 31 בדצמבר 2025) פעילות הקרן מוכוונת 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 22' בדוחות הכספיים לשנה שהסתיימה ביום 31 בדצמבר 2025) ולפיכך מודדת את השקעותיה בנכסי הפורטפוליו בשווי הוגן.

3. השפעת מלחמת "חברות ברזל" ומבצע "שאגת הארי"

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. בחודש יוני 2026, חתמו ארצות הברית ואיראן על מזכר הבנות לסיום הלחימה; ואולם, כחודש לאחר מכן, ועל רקע חילוקי דעות מהותיים, מזכר ההבנות הופר והעימות הצבאי בין הצדדים התחדש. נכון למועד פרסום הדוח, ועל רקע המתרחש השוררת בין ארצות הברית ואיראן והאיומים ההדדיים בין המדינות, אין ודאות ביחס ליציבות 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, וכפועל יוצא נדרשים להמשיך להעמיד את שירותיהם גם בעתות חירום ומלחמה. בהתאם, מרבית נכסי הקרן הפעילים הפגינו במהלך המלחמה יציבות בפעילותם, בכפוף להתאמות תפעוליות נדרשות.

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 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-IAS 34, 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 אושרה לפרסום על ידי דירקטוריון הקרן ביום 19 באוגוסט 2026.

ב. שימוש באומדנים ושיקול דעת

בעריכת תמצית הדוחות הכספיים ביניים 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 הקרן 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 30 ביוני 2026

שיעור ההחזקה	שווי הוגן (5)	סכומים שהוחזרו מההשקעה (**)	עלות ההשקעה			השקעה תמורת מניות, נטו (*)
			סה"כ	השקעה בשטרי הון	השקעה בהלוואות	
76%	(6) 1,202,507	123,952	248,771	-	-	248,771
100%	(7) 2,622,807	162,394	1,462,898	43,393	751,099	668,406
33%	(8) 215,021	3,902	133,500	-	4,397	129,103
80%	(9) 1,578,584	412,026	759,869	384,829	270,149	104,891
50%	(10) 130,924	12,062	76,811	-	7,000	69,811
13%	(11) 80,439	-	67,157	67,157	-	-
	<u>5,830,282</u>	<u>714,336</u>	<u>2,749,006</u>	<u>495,379</u>	<u>1,032,645</u>	<u>1,220,982</u>

שם החברה
בון תור בע"מ
PowerGen בע"מ (1)
חברות חלוקת הגז הטבעי (2)
BlueGen
פרידנזון-גיריישן מרכזים לוגיסטיים
בע"מ
Greenway Holdings S.A
("גריין-ווי") (3)
סה"כ

ליום 30 ביוני 2025

שיעור ההחזקה	שווי הוגן (5)	סכומים שהוחזרו מההשקעה (**)	עלות ההשקעה			השקעה תמורת מניות, נטו (*)
			סה"כ	השקעה בשטרי הון	השקעה בהלוואות	
76%	946,551	106,319	248,771	-	-	248,771
100%	1,315,586	137,394	1,006,563	43,393	355,203	607,967
33%	192,841	3,778	133,500	-	4,397	129,103
80%	1,203,037	215,711	743,867	384,829	254,147	104,891
50%	124,392	7,062	76,811	-	7,000	69,811
13%	65,431	-	66,632	66,632	-	-
	<u>3,847,838</u>	<u>470,264</u>	<u>2,276,144</u>	<u>494,854</u>	<u>620,747</u>	<u>1,160,543</u>
10%	519,153	78,616	486,735	267,485	219,250	-
	<u>4,366,991</u>	<u>548,880</u>	<u>2,762,879</u>	<u>762,339</u>	<u>839,997</u>	<u>1,160,543</u>

שם החברה
בון תור בע"מ
PowerGen
חברות חלוקת הגז הטבעי
BlueGen
פרידנזון-גיריישן מרכזים לוגיסטיים
בע"מ
גריין-ווי
נכס מוחזק למכירה
Porterbrook Holdings I Limited
("פורטרברוק") (4)
סה"כ

ליום 31 בדצמבר 2025

שיעור ההחזקה	שווי הוגן (5)	סכומים שהוחזרו מההשקעה (**)	עלות ההשקעה			השקעה תמורת מניות, נטו (*)
			סה"כ	השקעה בשטרי הון	השקעה בהלוואות	
76%	1,004,643	107,569	248,771	-	-	248,771
100%	2,040,392	137,394	1,221,563	43,393	570,203	607,967
33%	203,720	3,902	133,500	-	4,397	129,103
80%	1,110,725	360,491	759,869	384,829	270,149	104,891
50%	123,817	12,062	76,811	-	7,000	69,811
13%	73,558	-	67,157	67,157	-	-
	<u>4,556,855</u>	<u>621,418</u>	<u>2,507,671</u>	<u>495,379</u>	<u>851,749</u>	<u>1,160,543</u>
10%	495,445	90,807	486,735	267,485	219,250	-
	<u>5,052,300</u>	<u>712,225</u>	<u>2,994,406</u>	<u>762,864</u>	<u>1,070,999</u>	<u>1,160,543</u>

שם החברה
בון תור בע"מ
PowerGen
חברות חלוקת הגז הטבעי
BlueGen
פרידנזון-גיריישן מרכזים לוגיסטיים
בע"מ
גריין-ווי
נכס מוחזק למכירה
פורטרברוק
סה"כ

(*) השקעה ששולמה בעבור מניות, בניכוי תמורות שהתקבלו ממכירת השקעות.
(**) סכומים שהוחזרו מההשקעה 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 השקעתה 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.
- (2) פעילות חלוקת הגז הטבעי מורכבת מחברות: נגב גז טבעי בע"מ, גז טבעי דרום בע"מ ונגב החברה לתשתיות גז טבעי אי.פי.סי בע"מ. חברות חלוקת הגז מחזיקות ברישיונות בלעדיים להקמה והפעלה של רשת חלוקת הגז הטבעי בלחץ נמוך (Downstream) באזור הנגב והדרום.
- (3) הקרן מחזיקה 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 הליזס (50%). גרין-ווי עוסקת בפיתוח, הפעלה וניהול רשתות לטעינת רכבים חשמליים בפולין, סלובקיה וקוראטיה.
- (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 והחזיקה בתאגיד אנגלי (33%) דרכו בוצעה ההשקעה בפורטרברוק בשותפות עם קרן דלמור הבריטית (67%). ההשקעה סווגה בדוח על המצב הכספי ליום 31 בדצמבר 2025 כנכס מוחזק למכירה. לפירוט, ראה באור 7 בדוחות הכספיים לשנה שהסתיימה ביום 31 בדצמבר 2025.
- (5) בתקופת הדוח מימשה החברה את החזקותיה בפורטרברוק, לפירוט ראה באור 3(4).
- (6) לפרטים אודות מדרג השווי ההוגן ראה באור 4 להלן.
- (7) ליום 30 ביוני 2026, שווי ההוגן של בון תור בע"מ ("בון תור") נאמד באמצעות הערכת שווי חיצונית שבוצעה ליום 31 במרץ 2026 במודל היוון תזרימי מזומנים צפויים (DCF) ועל ידי קידום בשיעור התשואה לבעלים ממועד הערכת שווי זו ועד ליום 30 ביוני 2026. הערכת השווי נסמכה על תחזיות הנהלת הקרן והנהלת בון תור לסכומי ההכנסות, ההוצאות וההשקעות הצפויות.
- (8) 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.
- (9) גידול של 0.5% בשיעור ההיוון היה מקטין את שווי ההשקעה למועד הערכת השווי החיצונית בכ-74.7 מיליון ש"ח.
- (10) קיטון של 0.5% בשיעור ההיוון היה מגדיל את שווי ההשקעה למועד הערכת השווי החיצונית בכ-85.8 מיליון ש"ח.
- (11) שיעור הצמיחה בטווח הארוך של פעילות ההיסעים ששימש במדידת השווי ההוגן נאמד ב-4%.
- (12) גידול של 0.5% בשיעור הצמיחה בהיסעים היה מגדיל את שווי ההשקעה למועד הערכת השווי החיצונית בכ-59.1 מיליון ש"ח.
- (13) קיטון של 0.5% בשיעור הצמיחה בהיסעים היה מקטין את שווי ההשקעה למועד הערכת השווי החיצונית בכ-50.5 מיליון ש"ח.
- (14) הערכת השווי מצורפת לדוחות הכספיים של הקרן ליום 30 ביוני 2026.
- (15) ליום 30 ביוני 2026, שווי ההוגן של ההשקעה ב-PowerGen נאמד על בסיס הסכם מחייב שנחתם עם הפניקס חברה לביטוח בע"מ והפניקס פנסיה וגמל בע"מ (וביחד, "הפניקס") לאחר תאריך הדוח, ביום 2 באוגוסט 2026 כמפורט בבאור 7. הערכת השווי מצורפת לדוחות הכספיים של הקרן ליום 30 ביוני 2026.
- (16) ליום 30 ביוני 2026, שווי 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 30 ביוני 2026. הערכת השווי נסמכה על תחזיות הנהלת הקרן והנהלת חברות חלוקת הגז הטבעי לסכומי ההכנסות, ההוצאות וההשקעות הצפויות.
- (17) מחיר ההון העצמי (Ke) ששימש במדידת השווי ההוגן של חברות חלוקת הגז הטבעי נאמד בכ-11.5%.
- (18) גידול של 0.5% בשיעור ההיוון היה מקטין את שווי ההשקעה למועד הערכת השווי החיצונית בכ-7.4 מיליון ש"ח.
- (19) קיטון של 0.5% בשיעור ההיוון היה מגדיל את שווי ההשקעה למועד הערכת השווי החיצונית בכ-7.8 מיליון ש"ח.
- (20) שיעור הצמיחה בטווח הארוך של פעילות חלוקת הגז ששימש במדידת השווי ההוגן נאמד ב-1.5%.
- (21) גידול של 0.5% בשיעור הצמיחה היה מגדיל את שווי ההשקעה למועד הערכת השווי החיצונית בכ-6.1 מיליון ש"ח.
- (22) קיטון של 0.5% בשיעור הצמיחה היה מקטין את שווי ההשקעה למועד הערכת השווי החיצונית בכ-5.6 מיליון ש"ח.
- (23) ליום 30 ביוני 2026, שווי ההוגן של ההשקעה ב-BlueGen נאמד באמצעות הערכת שווי חיצונית שבוצעה ליום 30 ביוני 2026, במודל היוון תזרימי מזומנים צפויים (DCF) לחלק מהפעילויות וחלק נוסף מהפעילויות בשיטת ה-Free Cash Flow To Equity (FCFE). הערכת השווי נסמכה על תחזיות הנהלת הקרן והנהלת BlueGen לסכומי ההכנסות, ההוצאות וההשקעות הצפויות.
- (24) מחיר ההון העצמי (Ke) ששימשו במדידת השווי ההוגן של BlueGen נאמד בכ-11.7%.
- (25) שיעורי ההיוון המשוקללים (WACC) ששימשו במדידת השווי ההוגן נאמדו ב-11.31% לפעילות המים, ו-12.13% לפעילות הפסולת.
- (26) גידול של 0.5% בשיעור ההיוון (של כלל הנכסים) היה מקטין את שווי ההשקעה למועד הערכת השווי החיצונית בכ-124 מיליון ש"ח.
- (27) קיטון של 0.5% בשיעור ההיוון (של כלל הנכסים) היה מגדיל את שווי ההשקעה למועד הערכת השווי החיצונית בכ-137 מיליון ש"ח.
- (28) הערכת השווי מצורפת לדוחות הכספיים של הקרן ליום 30 ביוני 2026.
- (29) ליום 30 ביוני 2026, שווי ההוגן של ההשקעה בפרידנזון נאמד באמצעות הערכת שווי חיצונית שבוצעה ליום 30 בספטמבר 2025 בשיטת ה-DCF (Discounted Cash Flows), שיטת היוון תזרימי המזומנים לבעלי המניות ועל ידי קידום בשיעור התשואה לבעלים ממועד הערכת שווי זו ועד ליום 30 ביוני 2026.
- (30) הערכת השווי נסמכה על תחזיות הנהלת הקרן והנהלת פרידנזון לסכומי ההכנסות, ההוצאות וההשקעות הצפויות. שיעור ההיוון (WACC) ששימש במדידת השווי ההוגן נאמד ב-10%.
- (31) גידול של 0.5% בשיעור ההיוון היה מקטין את שווי ההשקעה למועד הערכת השווי החיצונית בכ-6.8 מיליון ש"ח.
- (32) קיטון של 0.5% בשיעור ההיוון היה מגדיל את שווי ההשקעה למועד הערכת השווי החיצונית בכ-7.2 מיליון ש"ח.



באור 3 - השקעות בחברות (המשך)

א. הרכב ההשקעה בחברות (המשך):

- (11) ליום 30 ביוני 2026, שווי ההשקעה בגרין-ווי נאמד באמצעות הערכת שווי חיצונית שבוצעה לחברת GCH E-Mobility (המחזיקה בגרין-ווי) המבוססת מהשווי הנגזר מעסקה שבוצעה במהלך הרבעון הראשון לשנת 2025, במסגרת נכנסה קרן MIROVA כמשקיע אסטרטגי לגרין-ווי ועל ידי קידום בשיעור התשואה לבעלים ממועד הערכת שווי זו ועד ליום 30 ביוני 2026 ובתוספת שווי הוגן עסקאות הגנה שביצעה החברה על האירו נכון ליום 30 ביוני 2026. למועד הדוח שווי הוגן עסקאות ההגנה על האירו הסתכם לסכום של כ-11.1 מיליון ש"ח.
- (12) החל מהרבעון השלישי לשנת 2024, השקעת הקרן בפורטרברוק סווגה כנכס מוחזק למכירה במסגרת הנכסים השוטפים. ליום 30 ביוני 2026, השקעת הקרן בפורטרברוק נגרעה בעקבות השלמת העסקה ביום 9 ביוני 2026, כאמור בביאור ג'4.

ב. הרכב הכנסות (הפסדים) מהשקעה בחברות:

לשישה חודשים שהסתיימו ביום 30 ביוני 2026			
שם החברה	שינוי נטו בשווי הוגן של השקעות בנכסי הפורטפוליו בניכוי הכנסות מנכסי הפורטפוליו	הכנסות מנכסי הפורטפוליו (*)	סה"כ
בון תור בע"מ	197,864	16,383	214,247
PowerGen	341,080	25,000	366,080
חברות חלוקת הגז הטבעי	11,301	-	11,301
BlueGen	467,859	51,535	519,394
פרידנזון	7,107	-	7,107
פורטרברוק	(14,295) (**)	19,550	5,255
גרין-ווי	6,881 (***)	-	6,881
סה"כ	1,017,797	112,468	1,130,265

לשישה חודשים שהסתיימו ביום 30 ביוני 2025			
שם החברה	שינוי נטו בשווי הוגן של השקעות בנכסי הפורטפוליו בניכוי הכנסות מנכסי הפורטפוליו	הכנסות מנכסי הפורטפוליו (*)	סה"כ
בון תור בע"מ	29,915	625	30,540
PowerGen	52,601	20,000	72,601
חברות חלוקת הגז הטבעי	10,134	-	10,134
BlueGen	74,155	34,798	108,953
פרידנזון	7,258	-	7,258
פורטרברוק	(969) (**)	10,827	9,858
גרין-ווי	(35,687) (***)	-	(35,687)
סה"כ	137,407	66,250	203,657

לשלושה חודשים שהסתיימו ביום 30 ביוני 2026			
שם החברה	שינוי נטו בשווי הוגן של השקעות בנכסי הפורטפוליו בניכוי הכנסות מנכסי הפורטפוליו	הכנסות מנכסי הפורטפוליו (*)	סה"כ
בון תור בע"מ	32,954	625	33,579
PowerGen	286,758	25,000	311,758
חברות חלוקת הגז הטבעי	5,757	-	5,757
BlueGen	473,586	33,394	506,980
פרידנזון	3,623	-	3,623
פורטרברוק	(4,182) (**)	9,456	5,274
גרין-ווי	3,556 (***)	-	3,556
סה"כ	802,052	68,475	870,527



באור 3 - השקעות בחברות (המשך)

ב. הרכב הכנסות (הפסדים) מהשקעה בחברות (המשך):

לשלושה חודשים שהסתיימו ביום 30 ביוני 2025			
שם החברה	שינוי נטו בשווי הוגן של השקעות בנכסי הפורטפוליו בניכוי הכנסות מנכסי הפורטפוליו	הכנסות מנכסי הפורטפוליו (*)	סה"כ
בון תור בע"מ	2,222	625	2,847
PowerGen	17,050	20,000	37,050
חברות חלוקת הגז הטבעי	5,164	-	5,164
BlueGen	48,850	24,787	73,637
פרידנזון	3,703	-	3,703
פורטרברוק	(**) 11,405	-	11,405
גרין-ווי	(***) 3,648	-	3,648
סה"כ	92,042	45,412	137,454
לשנה שנסתיימה ביום 31 בדצמבר 2025			
שם החברה	שינוי נטו בשווי הוגן של השקעות בנכסי הפורטפוליו בניכוי הכנסות מנכסי הפורטפוליו	הכנסות מנכסי הפורטפוליו (*)	סה"כ
בון תור בע"מ	88,007	1,875	89,882
PowerGen	562,407	20,000	582,407
חברות חלוקת הגז הטבעי	21,013	124	21,137
BlueGen	(34,159)	179,578	145,419
פרידנזון	6,683	5,000	11,683
פורטרברוק	(**) (21,562)	23,019	1,457
גרין-ווי	(***) (28,085)	-	(28,085)
סה"כ	594,304	229,596	823,900

(*) 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 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 בשישה ובשלושת החודשים שהסתיימו ב-30 ביוני 2026, ב-30 ביוני 2025, בהתאמה, ובשנה שנסתיימה ביום 31 בדצמבר 2025 כולל השפעה משינויים בשער חליפין בניכוי רכיב גידור עסקאות שער חליפין על ההשקעה בפורטרברוק, כ-985 אלפי ש"ח (הפסד), כ-966 אלפי ש"ח (הפסד), כ-10,016 אלפי ש"ח (הפסד), כ-2,356 אלפי ש"ח (רווח) וכ-17,041 אלפי ש"ח (הפסד), בהתאמה.

(***) שינוי נטו בשווי הוגן של השקעות בגרין-ווי בשישה ובשלושת החודשים שהסתיימו ב-30 ביוני 2026, ב-30 ביוני 2025, בהתאמה, ובשנה שנסתיימה ביום 31 בדצמבר 2025 כולל השפעה משינויים בשער חליפין בניכוי רכיב גידור עסקאות שער חליפין על ההשקעה בגרין-ווי, כ-224 אלפי ש"ח (הפסד), כ-7 אלפי ש"ח (רווח), כ-2,940 אלפי ש"ח (רווח), כ-261 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-75.7% ממניות בון תור.
- ב. במהלך תקופת הדוח הכירה הקרן בהכנסות מבון תור בסך של כ-16 מיליון ש"ח.
- ג. לאחר תאריך הדוח, ביום 27 ביולי 2026, השלימה הקרן רכישת מניות בון תור נוספת (כ-3.6% סה"כ) בהיקף כולל של כ-42 מיליון ש"ח (הכולל גם הקדמת רכיב נדחה מעסקת הרכישה באפריל 2025). עם השלמת העסקה לאחר תאריך הדוח, מחזיקה הקרן בכ-79.3% ממניות בון תור.
- ד. בהמשך לקיום משא ומתן בין פורום מפעילות התחבורה הציבורית לבין משרד התחבורה לעדכון ההסדרה הענפית בתחום התחבורה הציבורית באוטובוסים והתאמתה לצורכי הענף ("ההסדרה"), ביום 27 במאי 2026 אושרה ההסדרה הענפית והסכם פרטני של משרד התחבורה עם מטרופולין צפוי להיחתם בשבועות הקרובים.

2. BlueGen

- א. במהלך תקופת הדוח הכירה הקרן בהכנסות מ-BlueGen בסך של כ-52 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 (אשר הועברה במלואה במהלך תקופת 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 למיזן 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 בתאגידי התפעול והקבלן, כאשר חברת התפעול תחזק 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 להשתתפות גם במכרזי זכיונות צפויים לפרויקטי PPP בתחום הטיפול בפסולת. פעילות זרוע הפסולת הועברה במהלך תקופת הדוח ל-BlueGen Waste Management Ltd חברה בשליטת BlueGen בשיעור החזקה של 70%, וזאת עם השלמת עסקה להקמת זרוע הפסולת יחד עם YSB כמפורט להלן.
- 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".
- 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.
- ד. בהמשך לאמור 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"), המוחזק ב-51% על ידי BlueGen ביום 28 ביוני 2026 הוסכם על ידי הצדדים להאריך את התקופה במזכר ההבנות לחתימה על הסכם מפורט עד ליום 30 בספטמבר 2026. הצדדים מצויים במגעים מול המדינה בנוגע להתקשרות בהסכם זיכיון חדש להפעלת מתקן ההתפלה (לאחר תום תקופת הזיכיון הקיימת בחודש אפריל 2029) ושדרוגו.



באור 3 - השקעות בחברות (המשך)

ג. שינויים מהותיים בהשקעות בתקופת הדוח (המשך):

2. BlueGen (המשך)

ה. 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, המדינה פיצתה את המתקן בסכומים הבאים:

- (1) תשלום חד פעמי בסך של 147 מיליון ש"ח, בתוספת מע"מ; אשר שולם לאחר תאריך הדוח למתקן;
- (2) תשלום בסך של 50 מיליון ש"ח מקדמות שונות על חשבון רשת הביטחון של המתקן;
- (3) תשלום בסך של 50 מיליון ש"ח נוספים שישולם בהתאם לאבני דרך שנקבעו בתיקון להסכם הקשורים בהפעלת המתקן.

3. PowerGen

א. ביום 18 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. ביום 29 ביולי 2026, לאחר תאריך הדוח, נחתם הסכם מיזוג שלפיו תרכוש PowerGen 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 מדווחת בבעלות מלאה של PowerGen ("ההסכם המיזוג" או "עסקת שו"ב אנרגיה"). לפרטים נוספים אודות הסכם המיזוג ראה ביאור ג' להלן.

ב. ביום 5 ביוני 2026 נחתם ההסכם בין ריינדר אנרגיה בע"מ (המוחזקת, במישרין ובעקיפין על ידי פאוורג'ן בע"מ בשיעור של 27.51%, "ריינדר"), ל-Siemens Energy Global GmbH & Co. KG ("סימנס אנרגיה") לאספקת הציוד העיקרי (טורבינות הגז והקיטור והציוד הנלווה להן) לתחנת הכוח ("ההסכם"). במסגרת ההסכם התחייבה סימנס אנרגיה, בין היתר, לספק את הציוד העיקרי במועדים שסוכמו ולעמידתו בביצועים שונים במסגרת בדיקות שיערכו וריינדר התחייבה לשלם את התמורה המוסכמת.

ביום 30 ביוני 2026 התקשרה ריינדר עם סימנס אנרגיה בהסכם מחייב לתחזוקה כבדה של תחנת הכוח. במסגרת ההסכם התחייבה סימנס אנרגיה לספק תחזוקה כבדה לציוד העיקרי של תחנת הכוח בהתאם להוראות היצרן, לתקופה של 27 שנים מההפעלה המסחרית (או תקופה קצרה יותר בהתאם לכמות שעות העבודה האקוויולנטיות או מספר אירועי התחזוקה המתוכננים). התמורה בגין שירותי התחזוקה הכבדה צמודה למדדים מקובלים בהסכמים מסוג זה.

ג. ביום 29 ביולי 2026, לאחר תאריך הדוח, נחתם הסכם מחייב לביצוע עסקת חליפין בין PowerGen לרפק אנרגי בע"מ ("רפק") לפיו PowerGen תעביר לרפק את מלוא זכויותיה (50%) בשותפות ג'ניריישן רפק אחזקות א.מ.ר. סי שותפות כללית, אשר דרכה מחזיקה PowerGen בעקיפין כ-16.67% באתר תחנת הכוח MRC ("MRC"), ומנגד, רפק תעביר ל-PowerGen את מלוא זכויותיה במישרין ובעקיפין (24.99%) בפרויקט תחנת הכוח ריינדר ("פרויקט ריינדר") ואת מלוא זכויותיה בהסכם אופציה להקמת פרויקט בקרקע צמודת דופן לפרויקט ריינדר. לפרטים נוספים אודות עסקת החליפין ראה ביאור ד'.

ד. ביום 29 ביולי 2026, לאחר תאריך הדוח, התקשרה PowerGen עם נופר אנרגיה ישראל בע"מ ("נופר") במזכר הבנות מחייב אשר מסדיר את מערכת היחסים בין הצדדים ביחס להחזקותיהן בפרויקט ריינדר ("מזכר ההבנות"), וזאת בהמשך להתקשרותה של נופר עם גופים מקבוצת הפניקס פיננסיים בע"מ (בסעיף זה - "הפניקס") וקבוצת מוכרים פרטיים (יחד עם הפניקס: "המוכרים") בהסכם מחייב לרכישת מלוא זכויות המוכרים (47.5%, במישרין ובעקיפין) בפרויקט ריינדר. לפירוט נוסף אודות ההתקשרות עם נופר ראה ביאור ה'.

ה. ביום 2 באוגוסט 2026, לאחר תאריך הדוח, התקשרה הקרן עם הפניקס חברה לביטוח בע"מ והפניקס פנסיה וגמל בע"מ (וביחד, "הפניקס") בהסכם לפיו הפניקס תשקיע ב-PowerGen, סך של כ-234 מיליון ש"ח תמורת הקצאה של כ-7.2% מהון המניות הרגילות ב-PowerGen. עוד הוסכם שהפניקס תמכור לקרן את מלוא החזקותיה במניות הבכורה ב-PowerGen ותממש אופציות שהוקצו לה במסגרת הסכם ההשקעה משנת 2024, בתמורה נטו של כ-187 מיליון ש"ח. כתוצאה ממכלול העסקאות האמור לעיל תקצה PowerGen להפניקס מניות רגילות אשר יקנו לה החזקה של כ-12.4% מהון המניות הרגילות של PowerGen לאחר ההשלמה. עם השלמת העסקה כאמור, יפקעו מלוא זכויות הפניקס מכוח הסכם ההשקעה של הפניקס משנת 2024 וכן לא תוותרנה מניות בכורה ב-PowerGen. לפרטים נוספים אודות ההתקשרות עם הפניקס ראה ביאור ו'.

4. פורטרברוק

א. במהלך תקופת הדוח הכירה הקרן בהכנסות מפורטרברוק בסך של כ-20 מיליון ש"ח (כ-4.8 מיליון ליש"ט).

ב. ביום 9 ביוני 2026 הושלמה עסקה שנחתמה ביום 18 במרץ 2026 עם CBRE Investment Management ("CBRE"), חברה גלובלית לניהול השקעות המתמקדת בתחומי הנדל"ן והתשתיות, בהסכם מחייב למכירת מלוא החזקותיה בפורטרברוק. תמורת המכירה הסתכמה לכ-115 מיליון ליש"ט (לפני התאמת דיבידנדים שהתקבלו מינואר 2026 ועד ההשלמה).



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 תואמת או קרובה לשווי ההוגן שלהם. השווי ההוגן של יתר ההתחייבויות הפיננסיות והערכים בספרים המוצגים בדוח על המצב הכספי, הינם כדלקמן:

ליום 31 בדצמבר 2025		2025		ליום 30 ביוני 2026	
שווי הוגן (רמה 1 ביחס לסדרות ב' ו-ג' ורמה 2 ביחס לאג"ח ד')	הערך בספרים	שווי הוגן (רמה 1 ביחס לסדרות ב' ו-ג' ורמה 2 ביחס לאג"ח ד')	הערך בספרים	שווי הוגן (רמה 1 ביחס לסדרות ב' ו-ג' ורמה 2 ביחס לאג"ח ד')	הערך בספרים
(מבוקר)		(בלתי מבוקר)			
אלפי ש"ח					
457,454	479,699	443,753	475,464	388,004	405,375
888,248	896,449 (*)	978,062	1,000,982 (*)	914,400	914,316 (*)
214,109	196,214 (*)	205,657	200,734 (*)	21,409	19,786 (*)

אגרות חוב (סדרה ב')
סחירות

אגרות חוב (סדרה ג')
סחירות

אגרות חוב (סדרה ד')
סחירות חלק
מתחייבותי (**)

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 2025	ליום 30 ביוני 2025	2026
אלפי ש"ח		
1,816	2,005	1,818
-	4,701	420

אגרות חוב (סדרה ג')
סחירות
אגרות חוב (סדרה ד')
סחירות

(**) הקיטון באגרות חוב (סדרה ד') נובע בעיקרו מהמרת אגרות חוב למניות החברה, ראה ביאור 5.

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.

ג. נכסים פיננסיים הנמדדים בשווי הוגן

ליום 31 בדצמבר 2025	ליום 30 ביוני 2025	ליום 30 ביוני 2026	רמה	
אלפי ש"ח				
1,164,495	-	2,645,842	2 (*)	השקעות והלוואות בנכסי הפורטפוליו
3,887,805	4,366,991	3,184,440	3 (**)	השקעות והלוואות בנכסי הפורטפוליו

(*) ליום 30 ביוני 2026, השקעות והלוואות בנכסי הפורטפוליו המסווגות ברמה 2 כוללות:

- עסקאות ההגנה שבוצעו על מלוא עלות ההשקעה בגרין-ווי במטבע אירו.
- שווי הוגן של פאוורג'ן על בסיס העסקה שנחתמה עם הפניקס ביום 2 באוגוסט 2026 כמפורט להלן (לפירוט ראה ביאור 17).

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

(**) 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)

ד. גידור כלכלי

בהתאם לבאור 3א'12-11 לעיל בדבר השקעות בנכסי הפורטפוליו, נכון ל-30 ביוני 2026, השקעת הקרן בפורטרברוק נמכרה. לימים 30 ביוני 2025 ו-31 בדצמבר 2025, השקעת הקרן בפורטרברוק הינה בסך של כ-519,153 אלפי ש"ח ו-495,445 אלפי ש"ח, בהתאמה.

השקעת הקרן בגרין-ווי נכון ל-30 ביוני 2026, 30 ביוני 2025 ו-31 בדצמבר 2025, הינה בסך 80,439 אלפי ש"ח, כ-65,431 אלפי ש"ח ו-73,558 אלפי ש"ח, בהתאמה.

השקעות אלו 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-11,119 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:

לשישה חודשים שהסתיימו ביום 30 ביוני 2026	לשישה חודשים שהסתיימו ביום 30 ביוני 2025	לשישה חודשים שהסתיימו ביום 30 ביוני 2026	לשישה חודשים שהסתיימו ביום 30 ביוני 2025	לשלושה חודשים שהסתיימו ביום 30 ביוני 2026	לשלושה חודשים שהסתיימו ביום 30 ביוני 2025
אלפי ש"ח	אלפי ש"ח	אלפי ש"ח	אלפי ש"ח	אלפי ש"ח	אלפי ש"ח
10,978	(10,013)	10,058	(10,013)	(50,278)	(10,013)
44,831	(10,902)	31,382	(10,902)	18,538	27,791
(44,690)	(3,685)	(30,321)	(3,685)	7,140	(6,800)
11,119	(24,600)	11,119	(24,600)	(24,600)	10,978

שווי הוגן לתחילת התקופה
שערך שנוקף בדוחות על הרווח הכולל
יציאת (כניסת) מזומנים מפדיון עסקאות הגנה
שווי הוגן לתום התקופה

ה. שערי חליפין והצמדה

מדד המחירים לצרכן (ידוע)	לירה שטרלינג	אירו
1.16%	(8.18%)	(9.37%)
1.57%	1.08%	4.18%
1.26%	(5.93%)	(6.64%)
1.28%	(3.89%)	(1.66%)
2.36%	(6.22%)	(1.34%)

להלן שינויים במדד המחירים לצרכן ובשער חליפין:

לשישה חודשים שהסתיימו ב-30 ביוני 2026
לשישה חודשים שהסתיימו ב-30 ביוני 2025
לשלושה חודשים שהסתיימו ב-30 ביוני 2026
לשלושה חודשים שהסתיימו ב-30 ביוני 2025
לשנה שהסתיימה ב-31 בדצמבר 2025

ו. פרטים בדבר מסגרות אשראי מתאגידים בנקאיים

ביום 30 ביוני 2026 התקשרה הקרן עם בנק דיסקונט בתוספת להסכם המסגרת הקיימת ("התוספת להסכם"), לפיה תוגדל מסגרת האשראי של הקרן בבנק ב-100 מיליון ש"ח נוספים, לסך כולל של 400 מיליון ש"ח ("מסגרת האשראי"). תנאי ההסכם המפורטים בדוח השנתי נותרים ללא שינוי, למעט התאמות מסוימות שהשפעתן על ההסכם אינן מהותיות, וכן למעט הריבית השנתית שיישא האשראי שינוצל, אשר שופרה ביחס להסכם הקיים, ותעמוד על שיעור ריבית הפריים בתוספת 0.2%-0.7%.

ליום 30 ביוני 2026 יתרת מסגרת האשראי הבלתי מנוצלת מבנק דיסקונט הסתכמה ל-400 מיליון ש"ח (קרי, מלוא המסגרת לא מנוצלת), זאת בנוסף למסגרות אשראי בלתי מנוצלות נוספות מתאגידים בנקאיים ומוסדות פיננסיים נוספים בסך של כ-195 מיליון ש"ח.

למועד פרסום הדוח יתרת מסגרת האשראי הבלתי מנוצלת מבנק דיסקונט ומוסדות פיננסיים נוספים הסתכמה לכ-400 מיליון ש"ח ו-155 מיליון ש"ח בהתאמה, זאת בנוסף למסגרות אשראי בלתי מנוצלות נוספות מתאגידים בנקאיים נוספים בסך של כ-40 מיליון ש"ח.

ז. עדכון בדבר עמידה באמות מידה פיננסיות

להבטחת פירעון האשראי הבנקאי ואגרות החוב שלוותה הקרן, התחייבה הקרן לשמור על אמות מידה פיננסיות. ליום 30 ביוני 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

30 ביוני 2026 כמות ני"ע (אלפים)		
מונפק ומוקצה	רשום	
2,188,820	10,000,000	מניות רגילות
261,401	-	אופציות לא סחירות למניות (*)
277,778	-	אופציות סחירות למניות (**)
21,155	-	אגרות חוב להמרה ד' (***)
30 ביוני 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' (***)
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' (***)

(*) כל אופציה ניתנת להמרה למניה ביחס של אופציה אחת למניה אחת.

(**) לפירוט ראה ביאור 15 להלן.

(***) ערך נקוב של אגרות החוב עם זכות המרה בשער מתואם של 1.12975 נכון למועד פרסום הדוח. במהלך תקופת הדוח ועד מועד פרסום הדוח, נרשמו למסחר 229,459,511 מניות רגילות של הקרן, שהונפקו כתוצאה מהמרת 196,041,933 אגרות חוב (סדרה ד') ההמירות, למניות הקרן.

ב. מניות חסומות

ביום 4 בפברואר 2025 הוענקו 5 מיליון מניות חסומות לעובדים ונושאי משרה בחברת הניהול בקרן, בהתאם להסכם הניהול המתקון 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 המתקון של הקרן אשר אושר באסיפה הכללית מיום 28 בינואר 2024. המניות תהיינה חסומות למשך שנתיים ממועד ההקצאה, עד ליום 7 בינואר 2028.

ג. מימוש אופציות לא סחירות למניות

במהלך תקופת הדוח מומשו כ-54 מיליון אופציות לא סחירות למניות הקרן.

ד. 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 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.

ה. חלוקת ותשלום דיבידנד בתקופת הדוח

בימים 22 במרץ ו-25 במאי 2026, הכריזה החברה על חלוקות דיבידנד לבעלי המניות, כל אחת בסך של כ-25 מיליוני ש"ח שמקורם מהכנסות מנכסי הפורטפוליו שהתקבלו בקרן מהשקעותיה. ביום 29 באפריל 2026 וביום 30 ביוני 2026, שולמו הדיבידנדים לבעלי המניות של הקרן.

ביום 19 באוגוסט 2026, לאחר תאריך הדוח, אישר דירקטוריון הקרן חלוקת דיבידנד בסך 25,000 אלפי ש"ח לבעלי המניות, כמפורט בביאור 7 להלן.

**באור 5 – הון (המשך)****ו. הנפקה בדרך של הצעה לא אחידה של מניות ואופציות למשקיעים מוסדיים**

ביום 7 ביוני 2026, הנפיקה הקרן, בדרך של הצעה לא אחידה, חבילת ניירות ערך בתמורה כוללת של כ-1,000,001 אלפי ש"ח (ברוטו). במסגרת זו הונפקו 416,667,000 מניות רגילות של הקרן ("מניות רגילות"), ביחד עם 138,889,000 כתבי אופציה (סדרה 2) ("כתבי אופציה (סדרה 2)") רשומים על שם, ללא תמורה, הניתנים למימוש למניות רגילות של הקרן בכל יום מסחר, החל מיום רישומם למסחר ולמשך תקופה של חצי שנה עד ליום 8 בדצמבר 2026, כולל באופן שבו כל כתב אופציה (סדרה 2) מוצע ניתן למימוש למניה רגילה של הקרן, כנגד תשלום במזומן בעת המימוש בסך של 240 אגורות, לא צמוד לבסיס הצמדה כלשהו ו-138,889,000 כתבי אופציה (סדרה 3) ("כתבי אופציה (סדרה 3)") רשומים על שם, ללא תמורה, הניתנים למימוש למניות רגילות של הקרן בכל יום מסחר, החל מיום רישומם למסחר ולמשך תקופה של שנה וחצי עד ליום 8 בדצמבר 2027, כולל באופן שבו כל כתב אופציה (סדרה 3) מוצע ניתן למימוש למניה רגילה של הקרן, כנגד תשלום במזומן בעת המימוש בסך של 288 אגורות, לא צמוד לבסיס הצמדה כלשהו.

מחיר כל יחידה 720 אגורות, המורכבת מ-3 מניות ו-1 כתב אופציה (סדרה 2) ו-1 כתב אופציה (סדרה 3). התמורה בגין האופציות בהנפקת החבילה יוחסה בנפרד ונוקפה כחלק מסעיף הון המניות והפרמיה. עלויות ההנפקה הסתכמו לסך של כ-9,892 אלפי ש"ח.

באור 6 – הוצאות תפעוליות

לשנה שהסתיימה ביום 31 בדצמבר 2025	לשלושה חודשים שהסתיימו ביום 30 ביוני 2025	לשלושה חודשים שהסתיימו ביום 30 ביוני 2026	לשישה חודשים שהסתיימו ביום 30 ביוני 2025	לשישה חודשים שהסתיימו ביום 30 ביוני 2026	
אלפי ש"ח	אלפי ש"ח	אלפי ש"ח	אלפי ש"ח	אלפי ש"ח	
8,513	2,832	2,331	4,264	4,166	הוצאות מקצועיות
934	236	248	474	438	הוצאות ביטוח
5,010	1,412	2,245	2,474	11,689	הוצאות אחרות (*)
14,457	4,480	4,824	7,212	16,293	

(*) הוצאות אחרות גדלו בשל הגדלת ההפרשה בגין 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 19 באוגוסט 2026 אישר דירקטוריון הקרן חלוקת דיבידנד בסך 25,000 אלפי ש"ח לבעלי המניות שמקורו מהכנסות מנכסי הפורטפוליו שהתקבלו בקרן מהשקעותיה.

ב. קבלת הסמכה מהממשלה להכנת תכנית לתשתית לאומית לתחנת כוח חדשה באלון תבור על ידי PowerGen

ביום 12 ביולי 2026, התקבלה אצל הקרן החלטת ממשלה מיום 10 ביולי 2026, המסמיכה את MRC המוחזקת, בעקיפין, בשיעור של 16.67% על ידי PowerGen, להכין תוכנית לתשתית לאומית לתחנת כוח קונבנציונלית, מוסקת בגז טבעי, בהספק של עד 900 מגה-וואט, בשטח תחנת הכוח הקיימת "אלון תבור" ובצמידות לה, בשטחים המיועדים לתחנת כוח, ולהגיש לווידע הארצית לתכנון ולבנייה של תשתיות לאומיות. ראה גם באור 7ד' להלן.

ג. חתימה על הסכם מיזוג עם חברת שיכון ובינוי אנרגיה בע"מ

ביום 29 ביולי 2026, נחתם הסכם מיזוג לפיו תרכוש PowerGen ("הרוכשת"), את מלוא הון מניותיה (100%) של שוי"ב אנרגיה בדרך של מיזוג משולש הפכי, כאשר שוי"ב אנרגיה תהיה החברה הקולטת ותהפוך, בעקבות השלמת העסקה, לחברה פרטית בבעלות מלאה של PowerGen. כל מניות שוי"ב אנרגיה יימחקו מהמסחר בבורסה, אך אגורות החוב שלה תמשכנה להיסחר בבורסה, והיא תיוותר תאגיד מדווח כהגדרתו בחוק החברות.

בתמורה להעברת מניותיהם, יהיו זכאים בעלי מניות שוי"ב אנרגיה (בדילול מלא) לקבל, במועד השלמת המיזוג, סך כולל של 4.3 מיליארד ש"ח, בכפוף להפחתות מקובלות בהסכמים מסוג זה, וכן סך של 150 מיליון ש"ח נוספים, בגין חלוקת הזמן (וביחד, "התמורה"). החל משמונה וחצי חודשים לאחר מועד החתימה, תישא התמורה תשואה מוסכמת על ההון בשיעור שנתי של 10% עד למועד התקיימות התנאים המתלים (למעט פקיעתם או מימושם של כתבי אופציה סחירים שהנפיקה שוי"ב אנרגיה).

באור 7 – אירועים משמעותיים לאחר תאריך הדוח (המשך)

ג. חתימה על הסכם מיזוג עם חברת שיכון ובינוי אנרגיה בע"מ (המשך)

הסכם המיזוג קובע כי בתקופה שעד לאישור העסקה על ידי אסיפת בעלי המניות של שו"ב אנרגיה, שו"ב אנרגיה והגורמים מטעמה לא יפנו לקבלת הצעות נוגדות, לא יקדמו ולא ישתתפו, ולא יזמו או ינהלו מיזומתם, במישרין או בעקיפין, שיחות או משאים-ומתנים כלשהם עם מציעים נוגדים פוטנציאליים, בקשר לעסקה נוגדת. על אף האמור, ככל שתועבר לשו"ב אנרגיה הצעת רכישה נוגדת בתוך 30 ימים ממועד החתימה על הסכם המיזוג, דירקטוריון שו"ב אנרגיה יהיה רשאי לבחון את ההצעה ולנהל מו"מ עם המציע לגביה, ככל שקבע, לאחר קבלת עמדת יועציו המשפטיים והכלכליים החיצוניים, כי ההצעה הינה הצעה לעסקה נוגדת עדיפה (כהגדרתה בהסכם המיזוג) או כי קיים סיכוי סביר שתוביל להצעה כאמור.

בהתאם לתנאים מסוימים המפורטים בהסכם המיזוג, יהיה רשאי דירקטוריון שו"ב אנרגיה, לאחר שקיבל הצעה מחייבת ובלתי הדירה מבחינת המציע, ולאחר שקבע שהצעה זו עדיפה על פני העסקה נשוא הסכם המיזוג ("הצעה נוגדת עדיפה"), לבטל את הסכם המיזוג כדי להתקשר בעסקה נשוא ההצעה הנוגדת העדיפה, וזאת בכפוף לכל האמור להלן: (א) זכותה של הרוכשת לקבל מידע מלא על ההצעה (לרבות כל מסמך או מו"מ בקשר עמה) באופן מיידי ושוטף; (ב) זכותה של הרוכשת להשוות או לשפר את הצעתה; (ג) לוחות הזמנים והמגבלות הקבועים לעניין זה בהסכם המיזוג; ו-(ד) תשלום פיצוי מיידי של שו"ב אנרגיה ל-PowerGen בסך של 300 מיליון ש"ח ככל שהמציע הוא גורם משמעותי בתחום האנרגיה בישראל (כהגדרתו בהסכם המיזוג), ופיצוי בסך של 180 מיליון ש"ח ביחס למציעים אחרים ("דמי הסיום").

ככל שלא יתקבלו האישורים הרגולטוריים, או ככל שהרוכשת תודיע כי אינה מסכימה לתנאים מכבידים באישורים רגולטוריים (כהגדרתם בהסכם המיזוג), תידרש PowerGen לשלם לשו"ב אנרגיה פיצוי מוסכם בסך של 300 מיליון ש"ח, אשר יגדל בגין חלוף הזמן עד לסך של 350 מיליון ש"ח, שיהווה סעד בלעדי וממזה מול המוכרת. בנוסף, אם לא תשלם הרוכשת את העסקה בשל (א) הפרה שגרמה לכך שלא יתקיים תנאי מתלה או (ב) אי קבלת אישור מממן ישראלי (ובלבד שהרוכשת לא ויתרה על תנאי זה לפי שיקול דעתה הבלעדי), לשו"ב אנרגיה תהיה האפשרות לבחור בין פיצוי מוסכם בסך של 600 מיליון ש"ח, כסעד בלעדי וממזה, לבין תביעת פיצויים בבית משפט. יצוין, כי במסגרת הסכם המיזוג נקבע מנגנון בוררות להכרעה במחלוקות הנוגעות לתשלום הפיצויים המוסכמים כאמור.

הסכם המיזוג כולל התחייבות של הרוכשת לשחרר את שיכון ובינוי בע"מ (בעלת השליטה בשו"ב אנרגיה, "שו"ב") מכל ערבות, בטוחה או התחייבות אחרת שהיא העמידה לטובת שו"ב אנרגיה (וככל שלא ניתן לשחררה מערבות מסוימת, תינתן התחייבות לשיפוי). וכן, סעיפים מקובלים נוספים, לרבות הצהרות ומצגים של הצדדים, התחייבויות לתקופת הביניים, מיסים והוצאות אחרות וכן הוראות נוספות.

בד-בבד עם החתימה על הסכם המיזוג: (1) הקרן חתמה על כתב ערבות להבטחת קיומן המלא והמדויק של כל התחייבויותיהן של הרוכשת וחברת היעד לפי הסכם המיזוג, לרבות ההתחייבות לתשלום התמורה ולהחלפת ערבויותיה של שו"ב כמפורט לעיל; וכן – (2) שו"ב חתמה על כתב התחייבות בו היא מתחייבת, בין היתר, להצביע בכל הליך רלבנטי בעד אישור העסקה ולהצביע נגד כל עסקה נוגדת (למעט עסקה נוגדת עדיפה כמפורט לעיל ובכפוף לתשלום דמי הסיום). השלמת עסקת שו"ב אנרגיה תהיה כפופה להתקיימות תנאים מתלים, הכוללים, בין היתר: (א) אישור האסיפה הכללית של שו"ב אנרגיה; (ב) אישורי רגולטוריים (לרבות מהממונה על התחרות, רשות החשמל, מדינת ישראל (באמצעות החשב הכללי), רמ"י, וכן אישורים רגולטוריים נדרשים במדינות זרות (ככל שיידרשו)); (ג) אישור מחזיקי אגרות החוב של שו"ב אנרגיה לשינוי השליטה בה; (ד) אישור גורמים מממנים מסוימים לשינוי השליטה; (ה) פקיעת כתבי האופציה הסחירים של שו"ב אנרגיה; ו-(ו) היעדר שינוי מהותי לרעה כהגדרת מונח זה בהסכם המיזוג ("התנאים המתלים").

בהתאם להסכם המיזוג, המועד האחרון להשלמת עסקת שו"ב אנרגיה הינו 10 חודשים ממועד החתימה ("המועד האחרון"), כאשר כל צד יהיה רשאי להאריך את המועד האחרון ב-4 חודשים נוספים, בין היתר, לצורך קיום התנאים המתלים הנוגעים לאישורים רגולטוריים וקבלת אישורי גורמים מממנים. בנוסף, בנסיבות מסוימות המפורטות בהסכם, ניתן יהיה להאריך את המועד האחרון ב-4 חודשים נוספים וכן יהיו הצדדים רשאים להאריך את המועד האחרון בתקופות נוספות בהסכמה משותפת בכתב.

בכוונת הקרן לממן את עסקת שו"ב אנרגיה במגוון מקורות מימון הכוללים מקורות עצמיים (לרבות יתרות שנובעות מהשלמת הנפקת ההון בהיקף של כמיליארד ש"ח ומימוש ההשקעה בפורטרברוק שהזרימה לקופת הקרן כחצי מיליארד ש"ח) וקונסורציום משקיעים בחברה הממוזגת כמפורט בביאור 17 להלן.

ד. עסקת חליפין ביחס להחזקות בשותפות MRC ובפרויקט ריינדר

ביום 29 ביולי 2026 נחתם הסכם מחייב לביצוע עסקת חליפין בין PowerGen לרפק ("ההסכם" או "העסקה"). במסגרת ההסכם, PowerGen תעביר לרפק את מלוא זכויותיה (50%) בשותפות ג'נריישן רפק אחזקות א.מ.א.ר.סי שותפות כללית, אשר דרכה מחזיקה PowerGen בעקיפין כ-16.67% באתר תחנת הכוח MRC ("MRC"), ומנגד, רפק תעביר ל-PowerGen את מלוא זכויותיה במישרין ובעקיפין (24.99%) בפרויקט תחנת הכוח ריינדר ("פרויקט ריינדר") ואת מלוא זכויותיה בהסכם אופציה להקמת פרויקט בקרקע צמודת דופן לפרויקט ריינדר. עם השלמת העסקה (ככל שתושלם), תחזיק PowerGen בכ-52.5% מפרויקט ריינדר ובכ-65% מהסכם האופציה להקמת הפרויקט בקרקע הצמודה. ההסכם כולל הוראות ביחס לתקופת הביניים אשר תחילתה במועד החתימה וסיומה במועד ההשלמה, ובכלל זה: התאמת תמורה במועד ההשלמה בגין תקבולים שהתקבלו (לרבות דיבידנדים מ-MRC מתחילת 2026) ו/או תשלומים ששולמו על ידי כל צד, וכן מנגנוני שיפוי במצבים מסוימים. לעניין זה, יוזכר כי שווי MRC נכון ליום 31 בדצמבר 2025 לפי הערכת השווי החיצונית האחרונה שבוצעה ל-PowerGen עמד על כ-377 מיליון ש"ח.

במועד ההשלמה, תשלם PowerGen לרפק החזר בגין הוצאות והלוואות בעלים שהועמדו לפרויקט ריינדר בתקופה שלאחר יום 31 בדצמבר 2025, שנכון למועד זה עומדים על כ-24 מיליון ש"ח ("החזר השקעות רפק").

בנוסף, ההסכם כולל מנגנון לפיו אם לא תושלם סגירה פיננסית לפרויקט ריינדר במועדים ובתנאים שסוכמו, תשלם רפק ל-PowerGen סכום של עד 50 מיליון ש"ח, אך אם סגירה פיננסית לפרויקט ריינדר אכן תושלם במועדים ובתנאים שסוכמו, תשלם PowerGen לרפק סכום של 15 מיליון ש"ח.

השלמת העסקה כאמור כפופה להתקיימות תנאים מתלים שעיקרם: אישורי רשות התחרות, רשות החשמל וגורמים מממנים ("התנאים המתלים"). בהסכם נקבע כי התקופה המקסימאלית להשלמת התנאים המתלים עומדת על 67 ימים ("תקופת התקיימות התנאים המתלים").

**באור 7 – אירועים משמעותיים לאחר תאריך הדוח (המשך)****ד. עסקת חליפין ביחס להחזקות בשותפות MRC ובפרויקט ריינדר (המשך)**

בסמוך למועד החתימה שילמה PowerGen לרפק סכום של 10 מיליון ש"ח אשר יקוזז מהחזר השקעות רפק ככל שהעסקה תושלם, ולא יוחזר במקרה בו העסקה לא תושלם בתקופת התקיימות התנאים המתלים. ל-PowerGen הזכות להאריך את תקופת התקיימות התנאים המתלים בחודש נוסף בתמורה להשקעת סכום של 10 מיליון ש"ח נוספים אשר גם הוא יקוזז מהחזר השקעות רפק ככל והעסקה תושלם, ולא יוחזר במקרה בו העסקה לא תושלם בתקופת התקיימות התנאים המתלים.

ה. מזכר הבנות מחייב ביחס לפרויקט ריינדר עם נופר אנרגיה ישראל בע"מ

ביום 29 ביולי 2026 התקשרה PowerGen עם נופר אנרגיה ישראל בע"מ ("נופר") במזכר הבנות מחייב אשר מסדיר את מערכת היחסים בין הצדדים ביחס להחזקותיהן בפרויקט ריינדר ("מזכר ההבנות"), וזאת בהמשך להתקשרותה של נופר עם גופים מקבוצת הפניקס פיננסיים בע"מ (בסעיף זה - "הפניקס") וקבוצת מוכרים פרטיים (יחד עם הפניקס: "המוכרים") בהסכם מחייב לרכישת מלוא זכויות המוכרים (47.5%, במישרין ובעקיפין) בפרויקט ריינדר, וזאת בתמורה לסך של 855 מיליון ש"ח ובתוספת של כ-142 מיליון ש"ח במקרה בו תושלם סגירה פיננסית לפרויקט ריינדר עד לתום 30 חודשים ממועד החתימה ("התמורה בעסקת נופר-הפניקס"). במסגרת העסקה האמורה יועברו לנופר גם מלוא זכויות המוכרים (35%) בהסכם אופציה לקרקע צמודת דופן לפרויקט ריינדר ("עסקת נופר-הפניקס").

בהתאם לתנאי מזכר ההבנות, הצדדים יפעלו בשיתוף פעולה על מנת לתקן את הסכם בעלי המניות בפרויקט ריינדר ולאמץ מנגנון אשר יאפשר מתווה בו PowerGen תשלט בפרויקט עד למועד ההפעלה המסחרית. החל ממועד זה, תועבר השליטה לנופר לתקופה של 5 שנים, לאחר מכן תוחזר ל-PowerGen ל-5 שנים, ובהמשך תועבר השליטה בין נופר ל-PowerGen לסירוגין, לתקופות של חמש שנים כל אחת. כמו כן, ייקבעו זכויות וטו לכל אחד מהצדדים בנושאים מסוימים, מבלי שיהיה בכך כדי לגרוע מסמכויות בעל השליטה באותה עת.

כמו כן, ל-PowerGen תוענק אופציית PUT למכירת מלוא החזקותיה בפרויקט ריינדר, החל ממועד כניסת מזכר ההבנות לתוקף ועד להשלמת עסקת שווי אנרגיה, במחיר הזהה למחיר התמורה בעסקת נופר-הפניקס כשהוא מותאם לשיעורי ההחזקה של PowerGen בפרויקט ריינדר באותו מועד, ומותאם לחלוקות והשקעות שבוצעו בפרויקט ריינדר במהלך תקופת אופציית ה-PUT.

בנוסף, נופר תתמוך במינויה של PowerGen כמפעילת ה-O&M בפרויקט ריינדר וזאת בכפוף לאישור הבנק המממן ולכן שהסכם התפעול יהיה בתנאי שוק.

אם תושלם סגירה פיננסית לפרויקט ריינדר עד ליום 31 בדצמבר 2026, תשלם נופר ל-PowerGen דמי הצלחה בסך של 10 מיליון ש"ח.

מזכר ההבנות האמור ייכנס לתוקף בכפוף להשלמת עסקת נופר-הפניקס ובכפוף לאישורים רגולטורים ככל שיידרשו.

ו. התקשרות בהסכם עם הפניקס ובמזכר הבנות עם משקיעים מוסדיים להשקעה ב-PowerGen

ביום 2 באוגוסט 2026, התקשרה הקרן עם הפניקס חברה לביטוח בע"מ והפניקס פנסיה וגמל בע"מ (וביחד, "הפניקס") בהסכם לפיו הפניקס תשקיע ב-PowerGen, סך של כ-234 מיליון ש"ח תמורת הקצאה של כ-7.2% מהון המניות הרגילות ב-PowerGen. תמורת ההשקעה תשמש לפירעון מלוא המימון שהועמד על ידי הפניקס לחברות בנות של PowerGen לטובת פרויקט אנרגיה מתחדשת בפולין. נכון למועד ההשלמה המוסכם, שהינו 31 באוגוסט 2026 ("מועד ההשלמה"), השקעה זו משקפת ל-PowerGen שווי (לאחר השלמת העסקה, במונחי 100%) בסך של כ-3.25 מיליארד ש"ח ("שווי PowerGen הנובע מעסקת הפניקס").

בנוסף לאמור, הפניקס תמכור לקרן את מלוא החזקותיה במניות הבכורה ב-PowerGen, אשר יומרו למניות רגילות מיד לאחר מכן, ותממש אופציות שהוקצו לה במסגרת הסכם השקעה משנת 2024, בתמורה, נטו של כ-187 מיליון ש"ח (סכום המשקף את יתרת הקרן, הקופון הצבור ועמלת פירעון מוקדם של מניות הבכורה על בסיס תנאי הסכם ההשקעה משנת 2024, בניכוי תמורת המימוש של האופציות שמומשו, נכון למועד ההשלמה). בתמורה ממכלול העסקאות לעיל תקצה ל-PowerGen להפניקס כ-12.4% מהון מניותיה הרגילות. עם השלמת העסקה כאמור, יפקעו מלוא זכויות הפניקס מכוח הסכם ההשקעה של הפניקס משנת 2024 וכן לא תוותרנה מניות בכורה ב-PowerGen.

בד בבד, הקרן והפניקס חתמו על הסכם שותפות להסדרת יחסיהם כשותפים בשותפות ייעודית שתוקם, שתחזיק במלוא החזקות הקרן והפניקס ב-PowerGen ותהיה בשליטת הקרן ("שותפות PowerGen") אשר יחליף את הסכם בעלי המניות הקיים ("הסכם השותפות"). במסגרת הסכם השותפות הוסכם, כי הקרן תהיה בעלת השליטה בשותף הכללי אשר יחזיק בזכויות הניהוליות בשותפות, ויהיה רשאי למנות את כל הדירקטורים ב-PowerGen, למעט דירקטור אחד, בכשירות של דירקטור חיצוני ובעל מומחיות בתחום האנרגיה, שימונה על ידי שותפי המיעוט.

בנוסף, כולל הסכם השותפות הוראות מקובלות בעסקאות מסוג זה, ובין היתר, מתן זכויות מגנות מקובלות לשותפי המיעוט, מגבלות על העברת זכויות בשותפות והגנות מסוימות מפני דילול. כן, כולל ההסכם הוראות ביחס למימון עתידי של פעילות PowerGen ככל שתידרש, והתחייבות של הקרן להמשיך להיות בעלת השליטה בשותפות ולהחזיק בשיעור בעלות כפי שנקבע בהסכם לתקופה מסוימת.

**באור 7 – אירועים משמעותיים לאחר תאריך הדוח (המשך)****ו. התקשרות בהסכם עם הפניקס ובמזכר הבנות עם משקיעים מוסדיים להשקעה ב-PowerGen (המשך)**

עוד נקבע במסגרת ההסכם מנגנון לפיו, ככל ש-PowerGen לא תונפק לציבור בתוך כחמש שנים ממועד ההשלמה, שותפי המיעוט יהיו זכאים להמיר את החזקותיהם בשותפות להחזקות בקרן (בכפוף לאישורים הנדרשים על פי התנאים בהסכם) לפי יחסי השווי של הנכסים המוחלפים במועד ההחלפה, כאשר הקרן תהיה רשאית לשלם את ההמרה כאמור במזומן חלף הקצאת מניות, לשיקול דעתה הבלעדי.

השלמת העסקה עם הפניקס כפופה לתנאים מתלים הקבועים בהסכם כמקובל בעסקאות מסוג זה, וכן, התקיימות התנאים לצורך ביצוע רה ארגון מבני במסגרתו יועברו מלוא החזקות הקרן והפניקס ב-PowerGen לשותפות PowerGen.

במקביל להתקשרות עם הפניקס כאמור לעיל, ביום 2 באוגוסט 2026, התקשרו הקרן ו-PowerGen במזכר הבנות לא מחייב עם שני משקיעים מוסדיים להשקעה בהיקף כולל שייקבע בטווח שבין 500-800 מיליון ש"ח בתמורה להקצאת זכויות בשותפות PowerGen ("המשקיעים הנוספים") בכפוף להשלמת עסקת הרכישה של שו"ב אנרגיה (ראו סעיף 7.7 לעיל), כחלק מהמקורות לעסקת שו"ב אנרגיה ולהמשך השקעות השותפות. במקביל, בוחנת הקרן אפשרות להתקשרות עם גופים מוסדיים נוספים שיצטרפו להשקעה בשותפות PowerGen. שיעור הזכויות המוקצה יקבע בהתאם לשווי PowerGen הנובע מעסקת הפניקס כאמור לעיל בתוספת עלות רכישת שו"ב אנרגיה לפי תנאי עסקת שו"ב אנרגיה, ובכפוף להתאמות מקובלות בגין השקעות, חלוקות והתאמת מחיר בגין ערך הזמן עד למועד ההשלמה.

המשקיעים הנוספים יצטרפו להסכם השותפות עם הפניקס שתנאיו מתוארים לעיל ויהיו זכאים לכל הזכויות שהוענקו להפניקס במסגרתו (בשים לב לשיעור אחזקותיהם). כמו כן, התחייבו השותפים להעמיד לשותפות PowerGen מימון נוסף בהתאם לחלקם בשותפות PowerGen, בסך כולל של 500 מיליון ש"ח (היקף השקעה מצטבר לכל השותפים בשותפות PowerGen, לרבות הקרן והפניקס).

מובהר, כי השלמת השקעת המשקיעים הנוספים תהיה כפופה להשלמת בדיקת הנאותות מצדם וחתימה על הסכם מחייב אשר יכלול, בין היתר, תנאים מתלים מקובלים, לרבות קבלת אישורים רגולטוריים ואישורי צדדים שלישיים, ככל ויידרשו.

ג'נריישן קפיטל בע"מ

הערכת שווי חברת בלוג'ן בע"מ

generation
bluegen

30.06.2026

נתבקשנו על-ידי ג'נריישן קפיטל בע"מ (להלן: "ג'נריישן" ו/או "מזמינת העבודה" ו/או "הקרבן") לבצע הערכת שווי להחזקותיה בחברת בלוג'ן בע"מ (להלן: "בלוג'ן" ו/או "BlueGen" ו/או "החברה"). הערכת שווי התבצעה ליום 30 ביוני, 2026 (להלן: "מועד הערכת שווי"). הערכת שווי תבוצע לטובת הצגת ההשקעה בדוחות הכספיים של ג'נריישן בשווי הוגן. מדידת השווי ההוגן בוצע בהתאם לתקן דיווח כספי 13 - מדידת שווי הוגן, IFRS 13.

ההתקשרות בין BDO זיו האפט ייעוץ וניהול בע"מ (להלן: "BDO") לבין ג'נריישן קפיטל בע"מ אושרה ונחתמה על ידי מר איתי פלד סמנכ"ל כספים, ביום ה-24 ביוני, 2026. ממצאינו ישמשו את ג'נריישן, הנהלתה ומבקריה, למטרות דיווח פיננסי במסגרת עקרונות החשבונאות והדיווח הכספי המקובלים בישראל והנדרשים על פי כל דין. עבודה זו מיועדת לשימושם הבלעדי של חברת ג'נריישן, הנהלתה ומבקריה הבלתי תלויים בלבד על פי כל דין.

ידוע לנו ואנו מסכימים כי העבודה תשמש ו/או תיכלל בדוחות כספיים ליום 30 ביוני, 2026, לרבות ככל שהדוחות כאמור יכללו במסגרת תשקיף או תשקיף מדף או דוחות הצעת מדף שיפורסמו על ידה, לרבות בדרך של הפנייה, וכן בכל דיווח מידי לפי חוק ניירות ערך, התשכ"ח – 1968 ותקנותיו אשר על פי הוראות הדין ג'נריישן תידרשנה במסגרתו לצרף את העבודה הכלכלית.

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

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

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

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

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

עבודתנו התבססה על נתונים, מסמכים ומצגים כמפורט להלן:

- דוחות כספיים של החברה ושל החברות בנות לימים 31 בדצמבר, 2024-2025 וליום 31 במרץ, 2026;
- דוחות הרכבה לימים 31 בדצמבר, 2024-2025 וליום 31 במרץ, 2026;
- חומר רקע ו/או מצגות הנהלה אודות פעילות החברה;
- תחזיות ומודלים פיננסיים מעודכנים למועד הערכת השווי;
- נתונים נוספים, שנמסרו לנו בכתב ובעל פה על ידי הנהלת החברה;
- מידע גלוי לציבור;
- דיונים ושיחות עם אנשי מפתח בחברה:
- ג'נריישן קפיטל - ארז בלשה, מנכ"ל ודירקטור (ויו"ר דירקטוריון בלוג'ן), איתי פלד, סמנכ"ל כספים ומתן אלגריסי, מנהל כספים;
- בלוג'ן - ליהוא הכהן, מנכ"ל, עופר מרגלית, סמנכ"ל כספים, ליעד סיוון, סמנכ"ל פיתוח עסקי ואוראל קלישר, כלכלנית;
- קממ – ארז יניב, סמנכ"ל כספים;
- דרך הים – שישי וינוגרד, סמנכ"ל כספים;
- חטיבת המים – ליעד סיוון, סמנכ"ל פיתוח עסקי;
- חטיבת מפעלים ומתקנים – עופר בוגין, מנכ"ל;
- וכן אנשי מפתח נוספים בחברות השונות;

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

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

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

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

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

בהתבסס על עבודתנו והממצאים המפורטים בה, הגענו לכלל מסקנה כי נכון למועד הערכת השווי,

שווי החזקות ג'נריישן בחברה הינו כ-1,579 מיליוני ש"ח כדלקמן:

אלפי ש"ח	שווי ליום 30 ביוני, 2026	שיעור החזקה
BlueGen Waste	1,136,235	70%
זרוע המים ו-EPC	1,015,267	100%
חוב נטו והתאמות	(178,521)	
סה"כ שווי חברה	1,972,982	
אחזקות ג'נריישן קפיטל בבלוג'ן	80.01%	
שווי אחזקות ג'נריישן קפיטל בבלוג'ן	1,578,583	

בכבוד רב,

רו"ח שגיב מזרחי, שותף

BDO זיו האפט ייעוץ וניהול בע"מ

נחתם בתאריך: 19.08.2026



תמצית ממצאים

החברה ופעילותה

זרוע הפסולת

זרוע המים ו-EPC

חוב נטו והתאמות

נספחים

להלן תמצית ממצאים של הערכת השווי:

אלפי ש"ח	שווי ליום 30 ביוני, 2026	שיעור החזקה
BlueGen Waste	1,136,235	70%
זרוע המים ו-EPC	1,015,267	100%
חוב נטו והתאמות	(178,521)	
סה"כ שווי חברה	1,972,982	
אחזקות ג'נריישן קפיטל בבלוג'	80.01%	
שווי אחזקות ג'נריישן קפיטל בבלוג'	1,578,583	

להלן ניתוח רגישות המציג את שווי החברה ושווי חלקה של ג'נריישן בהתאם לשינויים של חצי אחוז בשיעורי ההיוון ורבע אחוז בשיעור צמיחה טרמינלי (אלפי ש"ח):

מחיר ההון העצמי הממוצע נאמד בכ-11.7%

שינוי בשיעור היוון						
1.00%	0.50%	0.00%	-0.50%	-1.00%		
1,629,143	1,760,349	1,904,527	2,063,799	2,240,831	-0.50%	שיעור שינוי צמיחה מייצג
1,654,615	1,789,259	1,937,595	2,101,958	2,285,313	-0.25%	
1,681,650	1,820,062	1,972,982	2,142,997	2,333,434	0.00%	
1,710,399	1,852,952	2,010,944	2,187,263	2,385,670	0.25%	
1,741,032	1,888,151	2,051,776	2,235,157	2,442,582	0.50%	

שינוי בשיעור היוון						
1.00%	0.50%	0.00%	-0.50%	-1.00%		
1,303,477	1,408,455	1,523,812	1,651,246	1,792,889	-0.50%	שיעור שינוי צמיחה מייצג
1,323,857	1,431,586	1,550,270	1,681,776	1,828,479	-0.25%	
1,345,488	1,456,232	1,578,583	1,714,612	1,866,981	0.00%	
1,368,490	1,482,547	1,608,956	1,750,029	1,908,774	0.25%	
1,393,000	1,510,710	1,641,626	1,788,349	1,954,310	0.50%	

הנחות עבודה עיקריות

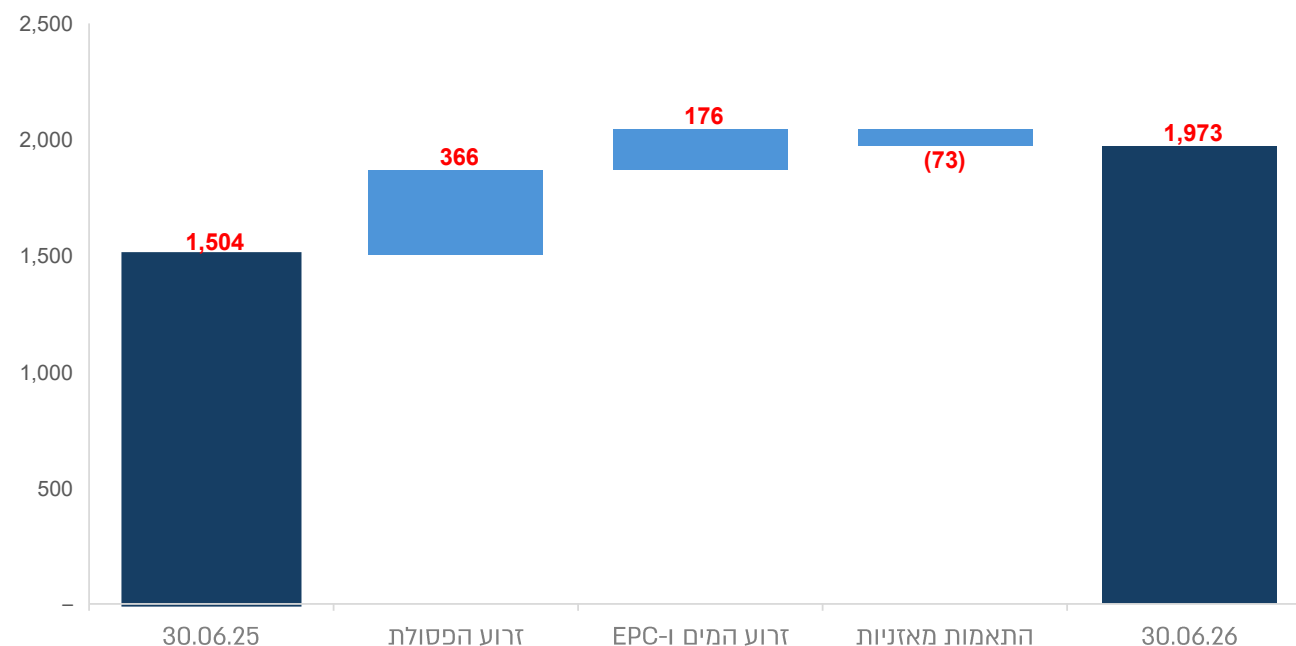
- ❖ **תחזיות נומינליות** - התחזיות שהתקבלו על ידי הנהלת החברה מוצגות בערכים נומינליים, עם הנחת עליית מדד. משכך, כלל התחזיות ששימשו לאמידת השווי ההוגן, לרבות שיעור ההיוון, הינן בערכים נומינליים מבוססות על תחזית אינפלציה של כ-1.9%.
- ❖ **נכסי PPP (נכסי תשתית שבבעלות החברה)** - על מנת להעריך את שווי החזקותיה של בלוג'ן בנכסי PPP, התבססנו על המודלים הפיננסיים המעודכנים של הפרויקטים אשר שימשו הן את החברה והן את הגופים המממנים, אשר מפרטים את תחזית תזרים המזומנים של כל נכס ליום הערכת השווי. המודלים כוללים פירוט בין היתר בנוגע לסעיפי ההכנסות, עלויות קבועות ומשתנות, השקעות, תשלומי מיסים תזרימים מימוניים וכיוצ"ב.
- ❖ **שיעור מס** - הונח שיעור מס של 23% שהינו שיעור מס החברות בישראל הידוע למועד ההערכה. כמו כן, לקבוצה הפסדים להעברה שהוקצו לכל אחת מהישויות המשפטיות.
- ❖ **IFRS 16** - התזרימים שהתקבלו על ידי הנהלת החברה הינם לפני השפעת IFRS 16, קרי הוצאות השכירות מוצגות כהוצאה תפעולית בתחזיות המפורטות. בהתאם, גם מספרי ההשוואה לשנים 2024-2025 כפי שמופיעים לצד התזרימים העתידיים, מוצגים באותו אופן ולכן אינם זהים לנתונים המוצגים בדיווחי הקרן.
- ❖ **דמי ניהול** - התזרימים שהתקבלו על ידי הנהלת החברה הינם בנטרול דמי ניהול המשולמים לבעלי המניות. בהתאם גם מספרי ההשוואה לשנים 2024-2025 כפי שמופיעים לצד התזרימים העתידיים מוצגים באותו אופן.
- ❖ **לא בוצעה התאמה לשווי בגין עלויות המטה של בלוג'ן מתוך הנחה כי אלו מתקזזות (לכל הפחות) עם ערך הפלטפורמה ופוטנציאל הצמיחה של בלוג'ן.**

ביצענו עבור ג'נריישן קפיטל, הערכת שווי החזקות בחברה בהתאם להוראות IFRS 13 ליום ה-30 ביוני 2025. במסגרת הערכת שווי זו הערכנו את שווייה של החברה בכ- 1,504 מיליוני ש"ח.

אלפי ש"ח

1,503,609	יתרת פתיחה 30.06.25
(224,211)	תזרימים לבעלים, נטו
693,585	שערוך *
1,972,982	יתרת סגירה 30.06.26
54.2%	שערוך באחוזים

* בהתאם לשוויים הנגזרים בהערכת השווי



להלן תמצית העלייה בשווי זרוע הפסולת ביחס לעבודה קודמת אלפי ש"ח:

שווי זרוע הפסולת בספרי ג'נריישן 30.06.25	827,474
בנטרול קבלנים בפרויקט PPP	57,136
זרוע הפסולת 30.06.25	770,338
שווי החזקות בזרוע הפסולת 30.06.26	1,136,235
עלייה בשווי החזקות בלוג'ן בזרוע הפסולת	365,897

שווי זרוע הפסולת בספרי ג'נריישן נאמד בכ-827 מיליוני ש"ח ליום 30 ביוני, 2025.

על מנת לקיים השוואה נכונה בוצעו ההתאמות הבאות:

✓ נטרול החזקות הזרוע בקבלני דיה וסמארט וויסט אשר מוצגים בהערכת השווי הנוכחית

במסגרת זרוע המים וה-EPC.

להלן הסיבות העיקריות לעליית השווי ביחס להערכת שווי קודמת

❖ **פעילות ייזום ופייפליין משמעותי** - זרוע הפסולת, על כל תחומי פעילותה, נהנית מפעילות

ייזום עצימה של נכסים חדשים ופייפליין משמעותי של פרויקטים עתידיים המאפשרים צמיחה

והתרחבות עסקית.

פסולת מעורבת

❖ **מתקני מיון במטרופולין ירושלים** – שווי הפעילות עלה בכ-113 מיליון ש"ח ביחס להערכת

השווי הקודמת, בעיקר כתוצאה מהכללת מתקן גרין-נט 2, אשר צפוי להתחיל את פעילותו

בשנת 2029. כניסת המתקן לפעילות צפויה להוביל לגידול ממוצע של כ-31% בהכנסות החל

משנת 2030 ואילך. בנוסף, חלה עלייה בשיעור הרווחיות הגולמית, אשר נאמדת בממוצע

בכ-20% לעומת כ-17% בהערכת השווי הקודמת. עלייה זו נובעת בעיקר מהסינרגיה

התפעולית הצפויה בין מתקני גרין-נט לבין פעילות זרוע הפסולת בכללותה, וכן מהתייעלות

במבנה ההוצאות בעקבות הפעלתם המשולבת של שני המתקנים.

❖ **חירייה וכפר גלעדי** - התקדמות בפרויקט חירייה וכפר גלעדי. בפרויקט כפר גלעדי מדובר

בהסכם חדש עליו חתמה החברה לאחר מועד ביצוע הערכת השווי הקודמת. לצד זאת, נרשמה

התקדמות בפרויקט חירייה, אשר הביאה לוודאות גבוהה יותר ולשיפור ביחס לתחזיות.

פסולת מופרדת במקור

❖ פעילות הפסולת המופרדת במקור, אשר הוצגה בהערכת השווי הקודמת במסגרת חברת קממ,

נבחנה בעבודה הנוכחית כחלק אינטגרלי מזרוע הפסולת של הקבוצה. הנהלת החברה

מעריכה כי איחוד הפעילויות תחת הזרוע בכללותה יאפשר מימוש סינרגיות תפעוליות

ומסחריות, אשר צפויות להביא לשיפור בשיעורי הרווחיות של הפעילות. זאת כתוצאה

מהתייעלות במבנה העלויות, שיפור ניצול המשאבים והיתרונות הנובעים מניהול משולב של

כלל פעילויות הפסולת בקבוצה.



זרוע הפסולת

פרויקטי PPP

❖ תחום פרויקטי ה-PPP כולל את פרויקטי סמארט וויסט, דיה ונאות חובב. במהלך התקופה האחרונה חלה התקדמות משמעותית בהקמת פרויקטי סמארט וויסט ודיה, אשר מצויים בשלבי הקמה מתקדמים יותר בהשוואה למועד ביצוע הערכת השווי הקודמת, דבר אשר הפחית את רמת אי הוודאות הכרוכה במימושם. כמו כן, יוחס לראשונה שווי לפרויקט נאות חובב, במסגרתו זכתה החברה השנה במכרז להקמת והפעלת מתקן מיון והשבה, אשר לא נכלל במסגרת העבודה הקודמת. בהתאם להערכות החברה, תחילת הקמת הפרויקט צפויה בשנת 2027, בעוד שהפעלתו המסחרית צפויה להתחיל בשנת 2030. שילובו של פרויקט זה בתחזיות הפעילות תורם באופן מהותי להרחבת בסיס ההכנסות ותזרימי המזומנים העתידיים של תחום ה-PPP.

קרקעות, בוצות ושונות

❖ פעילות הטיפול בקרקעות ובוצות מבוצעת באמצעות חברת גרינסויל, אשר מהווה את הפלטפורמה המרכזית של הקבוצה בתחומים אלו. במסגרת הערכת השווי הנוכחית הונחה המשך מגמת גידול ושיפור בתוצאות וברווחיות, בין היתר בהתבסס על הרחבת הפעילות, התקשרות בשכירות שטח נוסף והגדלת פייפליין הפרויקטים הפוטנציאלי.

בנוסף, ישנה ירידה בשיעורי היוון כתוצאה מסביבת ריבית נמוכה יותר וקידום בערך הזמן שמביאים לעלייה בשווי.

להלן שווי זרוע הפסולת:

נכס	שווי	שיעור החזקה	אלפי ש"ח	KE משוקלל
פסולת מעורבת	607,409	100%	607,409	12.70%
פסולת מופרדת במקור	632,995	100%	632,995	11.49%
פרויקטי PPP	526,726	50%-100%	317,863	12.54%
קרקעות, בוצות ושונות	109,883	100%	109,883	11.49%
חוב נטו והתאמות נוספות	(44,957)		(44,957)	
שווי BlueGen Waste				
12.13%				
1,623,193				
70%				
BlueGen Waste - בלוג'ן				
שווי החזקות בלוג'ן				
1,136,235				

להלן ניתוח רגישות לשווי החזקות בלוג'ן בזרוע הפסולת בשינוי של חצי אחוז בשיעורי ההיוון:

שינוי בשיעור היוון				
1.00%	0.50%	0.00%	-0.50%	-1.00%
1,001,281	1,065,574	1,136,235	1,214,344	1,301,277

להלן תמצית העלייה בשווי ביחס לעבודה קודמת אלפי ש"ח:

זרוע המים ו-EPC בספרי ג'נריישן 30.06.25	781,769
בתוספת קבלנים בפרויקטי PPP	57,136
שווי הזרוע 30.06.25	838,905
שווי הזרוע 30.06.26	1,015,267
עלייה בשווי החזקות בלוג'ן	176,363

נכסי מים ו-EPC נאמדו בכ-782 מיליוני ש"ח ליום 30 ביוני, 2025.

על מנת לקיים השוואה נכונה בוצעו ההתאמות הבאות:

✓ הוספת החזקות בקבלני דיה וסמארט וויסט אשר מוצגים בהערכת השווי הנוכחית במסגרת חטיבת ה-EPC.

להלן הסיבות העיקריות לעליית השווי ביחס להערכת שווי קודמת

חטיבת הקמות ו-EPC

❖ בחטיבה זו חל גידול בצבר ההזמנות בדמות פרויקטים חדשים, כגון WTE, עלייה ל-100% בפרויקט סבחה, מתקן התפלה בקפריסין ועוד, אשר הובילו לגידול בתחזית ההכנסות של החטיבה בשנים הקרובות והנחת המשך שימור היקפי הפעילות בהמשך, וזאת לצד התקדמות / סיום של פרויקטים בשנה החולפת. בנוסף, ישנה התרחבות בפעילות התפעול לצד גידול ברווחיות.

כימיקלים

❖ חטיבת הכימיקלים הציגה עלייה בשווייה, אשר נבעה בעיקר מביצועי יתר ביחס לתחזיות קודמות אשר הובילו לעדכון תחזיות קדימה, בין היתר בהתבסס על התקשרות עם לקוחות חדשים בסקטור הביטחוני.

בנוסף, ישנה ירידה בשיעורי היוון כתוצאה מסביבת ריבית נמוכה יותר וקידום בערך הזמן שמביאים לעלייה בשווי.

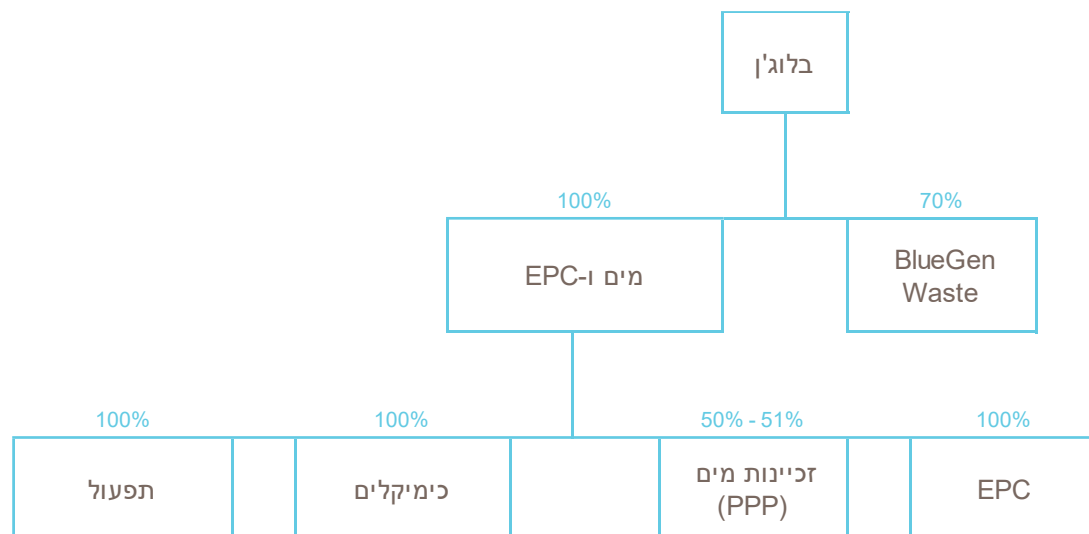
להלן שווי מים ו-EPC:

להלן ניתוח רגישות לשווי החזקות בלוג'ן בזרוע בשינוי של חצי אחוז בשיעורי ההיוון:

שינוי בשיעור היוון				
1.00%	0.50%	0.00%	-0.50%	-1.00%
886,595	947,517	1,015,267	1,091,110	1,176,680

נכס	שווי	שיעור החזקה	KE משוקלל
זכיינות מים	370,553	50%-100%	13%-8.2%
EPC	277,217	100%	12.36%
תפעול	124,237	100%	10.36%
כימיקלים	196,649	100%	11.25%
כפר מסריק	40,497	50%	9.64%
חוב נטו והתאמות הון חוזר	6,114		
זרוע המים ו-EPC	1,015,267		

להלן מבנה ההחזקות בלוג'ן:



*זכיינות מים- מחזיקה ב-3 פרויקטי PPP, מתקן התפלה בפלמחים (51%), מתקן התפלה אשדוד ותחנת כוח (50%), מתקן טיפול במי תהום באזור תעש רמת השרון (100%).

BlueGen הינה אחת מחברות הסביבה המובילות בישראל, המוחזקת בשיעור של 80.01% על ידי ג'נריישן קפיטל. בלוג'ן פועלת מול המגזר הציבורי והתעשייתי ומספקת פתרונות היקפיים בתחומי המים, השפכים, הטיפול בפסולת, שיקום קרקעות ואספקת כימיקלים. פעילות החברה מתפרשת על פני ארבעה תחומי ליבה מרכזיים:

בתחום זכיינות המים והתשתיות הלאומיות (PPP / BOT / BOO), בלוג'ן יוזמת, מקימה ומפעילה מתקני תשתית לאומיים ארוכי טווח. הפרויקטים הבולטים בתחום זה כוללים את מתקן ההתפלה בפלמחים, מתקן ההתפלה באשדוד ותחנת הכוח והמתקן לטיפול במי תהום באזור התעשייה ברמת השרון.

בתחום המים וה-EPC, החברה מספקת מעטפת טכנולוגית מלאה לאורך כל חיי הפרויקט, החל מתכנון, אספקת ציוד, מימון, ועד להקמה, תפעול ותחזוקה שוטפת של מתקני טיפול במים ובשפכים. לצד זאת, החברה פועלת בתחום הכימיקלים לאספקת חומרים ייעודיים לתהליכי טיפול במים ולתעשייה.

בתחום הפסולת, פועלת החברה באמצעות זרוע הפעילות הייעודית BlueGen Waste, המרכזת את כלל נכסי הפסולת ופועלת לאורך כל שרשרת הערך – מאיסוף, מיון וטיפול, ועד למחזור, השבחה והטמנה של פסולת עירונית, נייר, פלסטיק, צמיגים וחומרים נוספים. נכסיה הבולטים של הזרוע כוללים את מתקן גרין-נט בירושלים, מתקן סמארט וויסט, הצפוי להתחיל לפעול ב-2027 ולמיין כ-465 אלף טון פסולת בשנה; ומתקן דיה המוקם במועצה האזורית אשכול לטיפול בכ-200 אלף טון פסולת אורגנית בשנה ולהפקת אנרגיה מתחדשת.

זרוע הפסולת

בלוג'ן פועלת בתחום הפסולת לאורך כל שרשרת הערך: איסוף, טיפול, מיון, מחזור, הטמנה והשבה.

במהלך השנה, הקימה הקרן זרוע פסולת ייעודית, BlueGen Waste Management Ltd (להלן: "BlueGen Waste") אשר כל נכסי ופרויקטי הפסולת שבבעלות החברה הועברו אליה, והיא תרכז את כלל הפעילות בתחום. BlueGen Waste בשליטת החברה עם שיעור החזקה של 70%, כשהמחזיקים האחרים הם לאומי פרטנרס ו-YSB (בחלקים שווים).

הנכסים שמנהלת BlueGen Waste בשרשרת הערך של פסולת מעורבת ופסולת מופרדת במקור מהווים הזדמנות לסינרגיה רבה בעולמות התפעול, האחזקה, ההובלה והרכש. החברה עוסקת במתקנים גדולים, מרכזיים וטכנולוגיים המאפשרים לה התמקצעות ומצוינות בעולמות הפסולת במשק הישראלי.

לבלוג'ן ידע רב הן בעולמות פרוייקטי ה PPP והן בעולמות חברות התפעול והשירות והיא נהנית מחוזקה בנתחי שוק מרכזיים וממנהלים אשר עובדים מספר שנים רב בשוקי הפסולת המביאים ניסיון רב והכרות בתחום.

בעולמות הפסולת המושפעים מאוד מרגולציה מביאה בלוג'ן ואנשיה ניסיון ניהולי ותפעולי מהגבוהים שיש בשוק.

תכנון, הקמה, מימון ותפעול מתקני מיון מחזור עיכול אנאירובי ובעתיד הקרוב גם השבה מתאפשרים תודות לשימוש שיש לחברה בטכנולוגיה המתקדמת ביותר בעולם בתחומים אלו.

BlueGen Waste מטפלת במגוון רחב של סוגי פסולת לרבות פסולת עירונית, נייר וקרטון, פלסטיק, צמיגים, אריזות, טקסטיל, וחומרים ייחודיים מסוגים שונים. במסגרת פעילותה עוסקת BlueGen Waste, בין היתר, באיסוף, מיון, גריסה, טיפול, עיבוד ומחזור של חומרי הגלם הנאספים בכל הארץ ממגוון רשויות מקומיות ומגופים מוסדיים ופרטיים, ומוכרת את תוצרי המחזור בארץ ובחו"ל. בבעלות BlueGen Waste מתקנים פעילים לטיפול ומחזור פסולת, מתקנים לטיפול ומחזור פסולת בשלבים שונים של הקמה, ופרויקטי זכיינות לטיפול בפסולת הנמצאים בשלבי הקמה.

BlueGen Waste פועלת באמצעות ארבעה מגזרים:

1. פסולת מעורבת
2. פסולת מופרדת במקור
3. פרויקטי PPP
4. קרקעות, בוצות ושונות

פסולת מעורבת

מתקן גרין-נט (100%) – מתקן לקליטה, טיפול, מיון, הפרדה ופינוי פסולת עירונית המעניק שירותים למטרופולין ירושלים מכוח הסכם עם עיריית ירושלים עד לשנת 2030. המתקן קולט כ-500 אלף טון פסולת עירונית ומסחרית בשנה (כ-8% מסך הפסולת העירונית המיוצרת בישראל) בגינה זכאי המתקן לתשלום סכום קבוע לכל טון אשפה נקלט. בנוסף, זכאי המתקן לתשלום בגין מכירה של חומרי מחזור ולתשלומים מתוך מענקי מחזור של המשרד להגנת הסביבה.

מתקן מיון פסולת בחירייה (100%) – מתקן טכנולוגי מתקדם למיון והפרדת פסולת עירונית מעורבת בתוך תחנת המעבר הקיימת באתר חירייה עבור איגוד ערים דן, לתקופה של 10 שנים עם אופציה לשנתיים נוספות. החל מינואר 2025 מתפעלת החברה באופן מלא את תחנת המעבר הקיימת במקביל להקמת המתקן ועד להפעלתו. המתקן, שישרת את כל אזור גוש דן, צפוי לקלוט כ-380 אלפי טון פסולת בשנה, מתוכם כ-150 אלף טון יופנו לאחר מיון למחזור והשאר יועברו להטמנה.

מתקן טיפול בפסולת כפר גלעדי (50%) (בייזום) – מתקן לטיפול בפסולת שישמש כתחנת מיון ומחזור פסולת עם קיבולת של כ-210 אלף טון בשנה וישרת את יישובי הגליל.

פסולת מופרדת במקור

שבעה מתקנים נוספים לטיפול, עיבוד ומחזור פסולת – שני מפעלי מחזור למיון ואריזת פסולת נייר וקרטון בראשון לציון ובניצני שלום, מתקן למיון פסולת אריזות ומתקן למיון פסולת עירונית בראשון לציון, מפעל לטיפול ומחזור פסולת צמיגים בבאר שבע, החזקה בחברת סייקל (24.75%) העוסקת באיסוף ומחזור של מכלי שתיה וכן מתקן חדש למיון אריזות בחירייה, המצוי נכון למועד זה בשלב התכנון.

פעילות תפעולית – איסוף, פינוי והובלה של מגוון סוגי פסולות, ביניהן פסולת נייר וקרטון, פלסטיק, צמיגים, אריזות, טקסטיל, וחומרים ייחודיים.

סחר ומכירה של תוצרי מחזור – לאחר הטיפול והעיבוד של מגוון סוגי הפסולות במתקנים, זרוע הפסולת פועלת בתחום הסחר ומכירה של תוצרי המחזור בארץ ומייצאת חלק מהם לחו"ל.

פרויקטי PPP

מתקן סמארט וויסט (50%) - צפוי להתחיל לפעול ברבעון הראשון של שנת 2027. מתקן לקליטה, מיון ומחזור פסולת עירונית מעורבת במתחם השפד"ן, הכולל הליך עיכול אנאירובי לייצור חשמל נקי וקומפוסטציה מהפסולת האורגנית. המתקן מוקם בהתאם להסכם זיכיון מסוג BOT לתקופת זיכיון של כ-25 שנה (לאחר סיום ההקמה). המתקן יהיה הראשון מסוגו בארץ ומהמתקדמים בתחומו בעולם, וצפוי למחזר כ-60% מהפסולת שתגיע אליו. המתקן יהיה בעל קיבולת טיפול של כ-465 אלף טון פסולת עירונית בשנה.

מתקן דיה (100%) - מתקן אשר הקמתו צפויה להסתיים במחצית השנייה של שנת 2027. מדובר בפרויקט DBOT לתכנון, הקמה ותפעול של מתקן לטיפול בפסולת אורגנית באתר דיה שבאזור מועצה אזורית אשכול. המתקן יפעל לתקופה של כ-25 שנים (לאחר הקמה). המתקן צפוי לטפל בכ-200 אלף טון פסולת אורגנית בשנה באמצעות טכנולוגיית עיכול אנאירובי. כמו כן, צפוי המתקן להפיק אנרגיה מתחדשת מביו-גז וממתקן פוטו-וולטאי שיוותקן בו.

מתקן השבת אנרגיה מפסולת (WTE) בנאות חובב (54.5%) - פרויקט חדש שבו זכתה החברה בתחילת 2026. מדובר בהסכם זיכיון BOT לתכנון, הקמה, הפעלה ותחזוקה של המתקן לכ-25 שנים (לאחר פיתוח והקמה). מדובר במתקן הראשון מסוגו בארץ לטיפול בהשבת אנרגיה מפסולת. המתקן צפוי לטפל בכ-300 אלף טון פסולת בשנה, והוא כולל מתקן למיון והפרדה של פסולת לרכיבים ברי מחזור ורכיבים שיועברו לשריפה, ממנה תפעל טורבינה שתפיק אנרגיה בהספק של כ-50 מגה וואט מותקן. המתקן צפוי לייצר אנרגיה באופן רציף לאורך מרבית שעות השנה ויספק חשמל רציף ונקי לרשת החשמל.

קרקעות, בוצות ושונות

מתקן לטיפול בקרקע ובבוצות תעשייתיות בנאות חובב. הידע הנצבר והניסיון בתחום זה מהווים פוטנציאל להרחבת היקפי הפעילות בתחום הטיפול הביולוגי בקרקעות מזוהמות, אשר להערכת החברה, הינו תחום בעל פוטנציאל צמיחה משמעותי בשנים הקרובות.

סינרגיות בזרוע הפסולת

להערכת הקרן, זרוע הפסולת צפויה ליהנות מסינרגיות רבות בתחומי ההובלה, ניהול המפעלים, יעילות הרכש ומכירת חומרי הייצוא ועוד ותהיה בעלת נוכחות משמעותית בכל אחד מהשלבים בשרשרת הערך בתחום הטיפול בפסולת בישראל. להערכת הקרן, תחום זה מהווה מוקד לצמיחה משמעותית בשנים הבאות וזאת על רקע העלאת המודעות במשק לנושא ועל רקע התוכנית האסטרטגית של המשרד להגנת הסביבה.

תוכנית ה-PMI שנבנתה על בסיס עבודת מחקר של בנצ'מארק מעולם הפסולת, נועדה לתרגם את היתרון לגודל של הקבוצה האחודה לצמיחה ברווחיות ולחיסכון מובנה בעלויות.

✓ תשתיות ומטה - הקמת מרכז שירותים אחוד לפונקציות המטה והכספים לצמצום כפילויות, צמצום הוצאות ספקים ומחזור חוב ברמת הקבוצה.

✓ תפעול ורכש - איחוד ניהול צי ההובלה והתחזוקה, והוזלת תשומות שוטפות ורכש קאפקס במפעלים באמצעות מינוף כוח קנייה מרוכז.

✓ מסחר ומכירות - שיפור תנאי סחר מול ספקי יצוא והטמנה, לצד ריכוז היקפי המכירה של תוצרי המחזור להשגת תמחור מיטבי בשוק ויצירת הזדמנויות חדשות למיזוגים ורכישות.

תפיסת "כלכלת הטון" - אופטימיזציה תפעולית ומסחרית מבוססת AI

✓ **תשתית נתונים אחודה** - חיבור הדאטה הגולמי מכלל מערכות התפעול והמפעלים ליצירת תמונה מלאה עבור כל טון פסולת (איכות, קיבולות, עלויות וסיכונים).

✓ **קבלת החלטות ואופטימיזציה** - מנוע AI המנתח נתונים בזמן אמת ומספק המלצות אופטימיזציה לתהליכי הייצור, הניתוב והמסחר, במטרה לשפר את הרווחיות התפעולית.

✓ **משילות ואחריות ניהולית** - יישום עקרון ליבה לפיו המערכת הטכנולוגית מספקת ניתוחים והמלצות, בעוד סמכות ההחלטה והאחריות נשארות בידי הגורם האנושי המנהל.

זרוע המים וה- EPC

פעילות זרוע המים של החברה מתבצעת במספר מקטעי פעילות כמפורט להלן:

חטיבת ה-EPC

מקטע זה כולל הקמות פרויקטים מורכבים וגדולים בתחומי המים, השפכים והפסולת, המהווה תחום מומחיות של בלוג'ן, אשר צברה ניסיון מקצועי והנדסי רב בהקמות. פעילות זו כוללת תכנון מתקנים, ניהול פרויקטים, ניהול ביצוע, ניהול תכנון, ניהול סיכונים, הבטחת ובקרת איכות ויישום שיטות מתקדמות לבקרה פיננסית. נכון למועד זה, לחטיבה מספר פרויקטי תכנון והקמה בארץ ובעולם, וצבר הפרויקטים החתום של החברה עומד על סך כולל של כ-1.7 מיליארד ש"ח (לעומת כ-1.5 מיליארד ש"ח בתחילת 2025), הכולל בין היתר את פרויקט הקמת מתקן ה-WTE, פרויקט סבחה ד' באילת, ופרויקטי סמארט וויסט, דיה ותחנת הכוח באשדוד המצויים בשלבי הקמה.

חטיבת ה-EPC משתלבת עם המגמות הצפויות בשנים הקרובות בתחום התשתיות והאנרגיה בישראל, במסגרתן צפוי גידול דרמטי בהיקפי ההשקעות עם היצע עצום של פרויקטי תשתית, בראשן פרויקט המטרו. חטיבת ה-EPC של בלוג'ן, אשר נשענת על ידע רב, ניסיון, יכולות הנדסה וטכנולוגיות מתקדמות, מתעתדת לפעול ולהשתלב בכל תחומי התשתיות, כאשר תחום המים והפסולת יהוו את פעילות הליבה.

פעילות זכיינות מים

תכנון, הקמה, מימון ותפעול של פרויקטים במסגרת הסכמי זיכיון במקטעי פעילות התפלת מי ים וטיפול במים. תחום הזכיינות מרכז תחתיו נכסי תשתיות חיוניים, המייצרים תזרימי מזומנים יציבים ומוגנים באמצעות הסכמים ארוכי טווח ומנגנוני הגנה נוספים. בשנים הקרובות עומדת החברה בפני צמיחה פוטנציאלית משמעותית בהיקף הפעילות בתחום זכיינות המים הודות לתהליך הרחבות משמעותי בנכסים ואפשרות לזכייה במכרזים חדשים. נכון להיום מחזיקה החברה ב-3 פרויקטי PPP לטווח ארוך במקטע זכיינות המים, הכוללים שני מתקני התפלת מי ים (פלמחים ואשדוד) ומתקן לטיפול במי תהום מזהמים בפרכלורט (רמת השרון), עם אפשרות להרחבת הפעילות בחלק מהמתקנים. הנכסים הקיימים מייצרים לבלוג'ן אופק תזרימי חזק ויציב לטובת חלוקת תזרימים לבעלים לצד המשך צמיחה.

נכסי הזכיינות של בלוג'ן במקטע פעילות זכיינות מים כוללים:

❖ מתקן התפלה בפלמחים (51%) - מתקן להתפלת מי ים בפלמחים הפועל במסגרת הסכם BOO. המתקן מפיק מים בהיקף של 90 מלמ"ק בשנה בהתאם לתנאי הזיכיון, עד לשנת 2029. בפועל, למתקן קיבולת הפקה מקסימלית של 105 מלמ"ק בשנה. ביולי 2025, התקשרה בלוג'ן עם בעלת הקרקע, חברת IES, במזכר הבנות במסגרתו סוכם על פעילות משותפת מול המדינה להתקשרות בהסכם זיכיון חדש להפעלה, ושדרוג של מתקן ההתפלה לאחר תום תקופת הזיכיון הקיימת. מאז ועד מועד הערכת השווי הצדדים האריכו פעמיים את ההתקשרות.

כחלק ממזכר ההבנות הוסכם, בין היתר, כי IES תרכוש 50% מהמתקן תמורת ערכו בספרים בתוספת פרמיה מוסכמת. מוסכם, כי עבודות שדרוג והרחבת המתקן יבוצעו על ידי בלוג'ן באופן בלעדי וכי יעודכן הסכם השכירות ויועלו דמי השכירות בכפוף לסגירה פיננסית של פרויקט שדרוג המתקן (ככל שיאושר).

❖ מתקן התפלה אשדוד ותחנת הכוח (50%) – מתקן להתפלת מי ים באשדוד הפועל מכוח הסכם BOT עד לשנת 2044 (לאחר הארכת תקופת הזיכיון במסגרת הסדר עם המדינה בגין נזקי מלחמת חרבות ברזל). המתקן מפיק היקף של 100 מלמ"ק בשנה בהתאם לתנאי הזיכיון, ולמתקן קיימת בפועל קיבולת הפקה של 140 מלמ"ק בשנה. במהלך הרבעון השלישי של 2025, החל המתקן לפעול באופן מלא לאחר שהושלמו בו עבודות השיפוץ והשדרוג. בנוסף, במסגרת ההסכם מקימה בלוג'ן תחנת כוח בחצר המתקן, אשר תספק לו את כלל צרכי האנרגיה וכך תפחית משמעותית את עלויות האנרגיה שלו, בעוד שעודפי הייצור ישמשו כזמינות למנהל המערכת וימכרו לרשת החשמל. להערכת בלוג'ן הקמת תחנת הכוח והפעלתה צפויה להסתיים במחצית הראשונה של 2027. הזיכיון להפעלת תחנת הכוח נקבע גם הוא עד לשנת 2044.

שני מתקני ההתפלה לעיל, לצד הידע הרב הקיים בחברה, הטכנולוגיות המתקדמות והתהליכים שבוצעו במתקנים בשנים האחרונות, ממצבים את בלוג'ן כשחקנית מובילה בשוק התפלת מי הים בישראל. בימים מקדמת בלוג'ן מול רשות המים אפשרות להגדלת היקף כמויות המים המותפלים במתקנים הקיימים שלה (אשדוד ופלמחים), בהמשך לבקשת המדינה להרחבת הפעילות לאור הצרכים הגבוהים.

❖ מתקן טיפול במי תהום באזור תעש רמת השרון (100%) - פרויקט לתכנון, הקמה ותפעול של מתקן לטיפול במי תהום מזוהמים לטובת צמצום הזיהום והתפשטותו, הפועל במסגרת הסכם BOT לכ-25 שנים (לאחר תקופת הקמה). בשלב זה הפרויקט עודנו בשלבי הפיתוח לפני סגירה פיננסית והתחלת הקמה, וזאת עקב קשיים סטטוטורים בהוצאת ההיתרים. בלוג'ן, בשת"פ עם המדינה, פועלת לקידום הוצאת ההיתרים אל מול עיריית רמת השרון ורשות המים לצורך קידום הפרויקט עם צפי לתחילת הפעלה בשנת 2029.

תחום תפעול מתקני מים ושפכים – הפעילות במקטע זה עוסקת בתפעול ובעלות על מתקני טיפול במים וטיהור שפכים, הן באמצעות תפעול מתקנים בבעלות צדדים שלישיים מכוח הסכמי תפעול, והן באמצעות פרויקטים שונים של תכנון והקמת מתקנים, בעיקר בישראל. החברה מספקת שירותי תפעול למעל 200 מתקנים שונים ומייצרת תזרים יציב ושיעורי רווחיות בעלייה. בנוסף, החברה מחזיקה בזיכיונות ב-4 מתקנים המופעלים במסגרת הסכמי BOT: מט"ש עבו, מט"ש בז"ן, מט"ש בית שאן ומתקן ההתפלה כפר מסריק.

תחום הכימיקלים – לבלוג'ן פעילות נוספת בתחום הכימיקלים הכוללת ייצור, יבוא ושיווק של כימיקלים וחומרי גלם לתעשייה, וכן מתן שירותים נלווים. חטיבת הכימיקלים עוסקת בתחום המוצרים המיוחדים בשווקים בעלי חסמי כניסה גבוהים מחזיקה בקשת רחבה של לקוחות גדולים ויציבים ונמצאת בצמיחה מואצת וברווחיות גבוהה.

החברה ופעילותה

דוח על המצב הכספי (מאזן)

להלן מאזני חברת בלוג'ן המאוחדים ומבוקרים לימים 31 בדצמבר, 2024-2025 וליום 31 במרץ, 2026 (אלפי ש"ח):

אלפי ש"ח	ביאור	31.12.24	31.12.25	31.03.26
התחייבויות שוטפות				
חלויות שוטפות של התחייבות בין הסכמי חכירה		18,861	21,263	20,375
חלויות שוטפות של התחייבויות מתאגידים בנקאיים ואחרים		117,169	106,706	109,281
חלויות שוטפות של הלוואות מבעל מניות		9,486	28,609	8,958
אשראי לזמן קצר מתאגידים בנקאיים	4	198,864	237,834	288,536
ספקים ונותני שרותים		105,872	101,985	81,338
זכאים אחרים		157,696	196,917	195,614
חברת האם		2,459	7	—
התחייבויות מסים שוטפים		902	1,305	2,246
הפרשות		843	843	843
סה"כ התחייבויות שוטפות		612,152	695,469	707,191
התחייבויות בלתי שוטפות				
הלוואות מתאגידים מבנקים ואחרים		288,574	272,406	264,700
הלוואות מבעלי מניות, לרבות מהחברה האם		136,517	20,668	20,950
התחייבויות בגין הפסדי חברות מוחזקות המטופלות לפי שיטת השווי המאזני		4,175	—	—
זכאים אחרים לזמן ארוך		68,890	31,747	33,876
התחייבות בגין הסכמי חכירה		56,736	50,429	79,034
התחייבויות מסים נדחים		121,592	129,649	132,128
הטבות לעובדים		2,593	2,671	2,671
סה"כ התחייבויות בלתי שוטפות		679,077	507,570	533,359
הון עצמי		784,102	742,836	740,302
סה"כ התחייבויות והון עצמי		2,075,331	1,945,875	1,980,852

אלפי ש"ח	ביאור	31.12.24	31.12.25	31.03.26
נכסים שוטפים				
מזומנים ושווי מזומנים		64,559	80,271	51,714
פקדונות בנקאיים		15,039	9,930	22,230
לקוחות	1	172,846	189,964	208,247
חייבים אחרים	2	90,108	93,539	116,944
מלאי		30,806	36,801	32,018
חלויות שוטפות של חייבים בגין הסדרי זיכיון		6,912	5,697	5,775
נכסי מסים שוטפים		1,769	1,958	2,524
נכסי חוזה	3	122,800	15,402	16,239
סה"כ נכסים שוטפים		504,839	433,562	455,691
נכסים בלתי שוטפים				
השקעות והלוואות בחברות מוחזקות המטופלות לפי שיטת השווי המאזני		276,992	285,430	282,443
חייבים אחרים והלוואות לזמן ארוך		10,161	8,118	6,818
חייבים בגין הסדרי זיכיון		31,719	29,802	28,841
נכסי מסים נדחים		7,270	9,769	9,681
הטבות לעובדים חייבים		220	220	220
רכוש קבוע		497,103	469,107	466,313
נכסי זכות שימוש		70,683	66,936	94,634
נכסים בלתי מוחשיים		676,344	642,931	636,211
סה"כ נכסים בלתי שוטפים		1,570,492	1,512,313	1,525,161
סה"כ נכסים		2,075,331	1,945,875	1,980,852

*הדוחות המאוחדים כוללים איחוד של דרך הים, ק.מ.מ, זרוע המים וחטיבת הכימיקלים. כל שאר הנכסים העיקריים מטופלים על בסיס שווי מאזני.
**החל מחודש מאי 2026 בלוג'ן מאחדת את זרוע הפסולת בכללותה, בה היא מחזיקה 70%.

1. **לקוחות** - עיקר השינוי בסעיף הלקוחות נובע מפעילות מתקן ההתפלה דרך הים. בהתאם למנגנון החיוב מול מקורות, החשבון מונפק אחת לחודשיים, כך שבסוף כל רבעון יתרת הלקוחות משקפת למעשה הכנסות שטרם נגבו בגין כשלושה חודשי פעילות.
2. **חייבים אחרים** – הגידול ברבעון הראשון של 2026 נובע בעיקר בגין העברה לשותפות התפלה אשדוד סך של 15 מיליון ש"ח לצורך פירעון הלוואת EBF.
3. **נכסי חוזה** – עיקר הקיטון משנת 2024 נובע מתשלומים שנפרעו על ידי זכייני אשדוד לקבלן אשדוד לאחר קבלת כספי ההלוואות.
4. **אשראי לזמן קצר מתאגידים בנקאיים** - מרבית הגידול ביום 31 במרץ, 2026 לעומת 31 בדצמבר, 2025 נובע מגידול באשראי החברה בסך של כ-25 מיליון ש"ח על מנת לתמוך בפעילות השוטפת, בקממ בסך של כ-12 מיליון ש"ח ובדרך הים בסך של כ-9 מיליון ש"ח, כהלוואת גישור אל מול ההון החוזר עד לקבלת התשלומים מהמדינה.

חוב פיננסי נטו:

בהתאם לניתוח שביצענו, להלן סעיפי החוב נטו של בלוג'ן סולו ליום 31 במרץ, 2026 (אלפי ש"ח):

אלפי ש"ח	31.03.26	שווי הוגן
מזומנים ובנקים	14,743	14,743
פקדונות לזמן קצר	6,737	6,737
התחייבויות אחרות	(11,485)	(32,567)
נכס פיננסי לזמן קצר	5,775	5,775
נכס פיננסי לז"א	28,841	28,841
אשראי והלוואות לז"ק בנקים	(219,585)	(219,585)
חלויות שוטפות הלוואות מבנקים	(10,767)	(10,767)
הלוואות מבנקים בניכוי חלויות שוטפות	(63,914)	(63,914)
אחרים (כולל חייבים שונים ונגזרים)	9,481	9,481
סה"כ	(240,175)	(261,257)

הון חוזר:

בהתאם לניתוח שביצענו, להלן סעיפי ההון החוזר התפעולי של בלוג'ן סולו ליום 31 במרץ, 2026 (אלפי ש"ח):

אלפי ש"ח	31.03.26
לקוחות	77,763
מקדמות מלקוחות	(7,215)
מלאי	22,191
עבודות קבלניות בביצוע	15,629
ספקים ומתני שרותים	(29,275)
הון חוזר אחר	(18,591)
סה"כ	60,502

יתרות החוב נטו והון חוזר כוללות את זרוע המים והכימיקלים (בלוג'ן, תפעול, אקווייז, סי קלין ווסט קלין)



דוח רווח והפסד

להלן דוחות רווח והפסד מאוחדים ומבוקרים של החברה לשנים 2024-2025 וסקורים לרבעון הראשון לשנת 2026 (אלפי ש"ח):

אלפי ש"ח	ביאור	2024	2025	2026 Q1
הכנסות	1	898,472	915,324	229,573
שיעור שינוי בהכנסות		-3.2%	1.9%	8.0%
עלות המכר		(701,258)	(687,006)	(183,528)
רווח גולמי		197,214	228,318	46,045
שיעור רווח גולמי		21.9%	24.9%	20.1%
הוצאות מכירה ושיווק	2	(52,464)	(49,112)	(11,887)
הוצאות הנהלה וכלליות		(75,660)	(81,632)	(17,969)
הכנסות (הוצאות) אחרות	3	8,701	(10,971)	200
הוצאות מחקר ופיתוח		(418)	(382)	(48)
רווח תפעולי		77,373	86,221	16,341
שיעור רווח תפעולי		8.6%	9.4%	7.1%
הכנסות מימון		16,897	10,798	2,655
הוצאות מימון		(61,011)	(55,372)	(10,473)
חלק בתוצאות חברות מוחזקות המטופלות לפי שיטת השווי המאזני	4	15,670	49,299	(3,867)
רווח (הפסד) לפני מיסים על הכנסה		48,929	90,946	4,656
מיסים על הכנסה		(12,410)	(13,535)	(3,737)
רווח (הפסד) לתקופה		36,519	77,411	919

*בשנת 2025 חל שיפור בשיעור הרווח כתוצאה משיפור במרווחים במרבית תחומי הפעילות של בלוג'. החברה צופה שהשיעור כאמור יישמר גם בשנת 2026.

**לתוצאות החברה למחצית הראשונה של שנת 2026 ראו בעמוד הבא.

ביאורים:

1. הכנסות – להלן פילוח הכנסות לשנים 2024-2025 ולרבעון הראשון לשנת 2026:

אלפי ש"ח	2024	2025	2026 Q1
זרוע הפסולת	228,849	244,957	64,653
זרוע המים	587,354	569,258	138,818
כימיקלים	82,269	101,109	26,102
סך הכנסות	898,472	915,324	229,573

2. הוצאות מכירה ושיווק – הקיטון בהוצאות המכירה והשיווק בשנת 2025 לעומת 2024 נובע בשל קיטון בשכר, משכורות והוצאות נלוות וקיטון בהוצאות מכרזים.

3. הכנסות (הוצאות) אחרות – הכנסות אחרות בשנת 2024 כוללות בעיקר מחיקת הפרשות לתלויות בדרך הים, הכנסות משינוי באופציית מכר לבעלי מניות המיעוט והכנסות מדמי ניהול דקל. בשנת 2025 הכנסות אחרות כוללות בעיקר הפרשה לירידת ערך (רכוש קבוע באקווייז ובמוניטין דרך הים), שינוי בשווי אופציית מכר לבעלי מניות המיעוט ובניכוי דמי ניהול לדקל. ברבעון הראשון לשנת 2026 סעיף זה כולל הכנסות מדמי ניהול דקל.

4. חלק בתוצאות חברות מוחזקות המטופלות לפי שיטת השווי המאזני – הגידול בשנת 2025 נובע מהכרה ברווח בקבלן סמארט וויסט לאחר חתימה על הסכם פיצוי. ברבעון הראשון לשנת 2026 קיים גידול בהפסד בפעילות ההתפלה באשדוד וקיטון ברווחי פעילות מחזור הבקבוקים.

רווח והפסד – מחצית ראשונה לשנת 2026

להלן דוח רווח והפסד של בלוג'ן למחצית הראשונה לשנת 2026:

אלפי ש"ח	2026 H1
הכנסות	548,768
עלות המכר	(434,487)
רווח גולמי	114,281
<i>שיעור רווח גולמי</i>	<i>20.8%</i>
הוצאות מכירה ושיווק	(28,924)
הוצאות הנהלה וכלליות	(58,591)
הכנסות (הוצאות) אחרות	146,482
הוצאות מחקר ופיתוח	(210)
חלק בתוצאות חברות מוחזקות המטופלות לפי שיטת השווי המאזני	(1,779)
רווח תפעולי	171,259
<i>שיעור רווח תפעולי</i>	<i>31.2%</i>
הכנסות מימון	6,104
הוצאות מימון	(29,271)
רווח (הפסד) לפני מיסים על הכנסה	148,092
הטבת מס	12,240
רווח לתקופה	160,332

*הכנסות אחרות מיוחסות בעיקר לרווח מעלייה לשליטה במגזר הפסולת המעורבת



הערכת השווי



תוצאות

להלן טבלה המרכזת את סיכום הערכת השווי של חברת בלוג'ן ליום 30 ביוני, 2026:

אלפי ש"ח	ביאור	שווי ליום 30 ביוני, 2026	שיעור החזקה
BlueGen Waste	(1)	1,136,235	70%
זרוע המים ו-EPC	(2)	1,015,267	100%
חוב נטו והתאמות	(3)	(178,521)	
סה"כ שווי חברה		1,972,982	
אחזקות ג'נריישן קפיטל בבלוג'ן		80.01%	
שווי אחזקות ג'נריישן קפיטל בבלוג'ן		1,578,583	

כאמור, בלוג'ן שולטת בזרוע הפסולת (70%) כאשר לאומי פרטנרס ו-YSB מחזיקים בשאר המניות בחלקים שווים.

פעילות זרוע הפסולת מתקדמת על בסיס בנצ'מארק בינלאומי של חברות פסולת אינטגרטיביות אשר פועלות לצורך מקסום ערך לכל טון פסולת מטופלת ("כלכלת הטון") תוך מקסום היעילות התפעולית בארגון על בסיס תהליך PMI מתקדם אשר מושלם בימים אלו.

זרוע הפסולת של בלוג'ן מתפעלת אופרציות שונות לטיפול בפסולת, וכן עוסקת בייזום, תכנון, מימון, הקמה ותפעול של מתקנים עם נוכחות משמעותית בכל אחד משלבי שרשרת הערך של הטיפול בפסולת באמצעות נכסים בעלי יכולות טיפול במגוון רחב של סוגי פסולת, לרבות בתחום הזכיינות.

פעילות הזרוע נעשית באמצעות 4 מגזרים:

1. פסולת מעורבת
2. פסולת מופרדת במקור
3. פרויקטי PPP
4. קרקעות, בוצות ושונות

פעילות הזרוע כוללת מתקנים פעילים, מתקנים בהקמה ופרויקטים המצויים בשלבי פיתוח, והיא פרוסה, בין היתר, במטרופולין ירושלים, בגוש דן, במתחם השפד"ן, באזור אשכול ובנאות חובב, לצד מערכי איסוף ומחזור הפועלים בפריסה ארצית. עם השלמת הקמתם, צפויה הקיבולת של מתקני הקצה לעמוד על יותר מ-2 מיליון טון פסולת בשנה.

בתחום **הפסולת המעורבת** והפסולת האורגנית, פעילות הזרוע מתמקדת בעיקר בהחזקה ובתפעול של מתקני קצה, הכוללים:

1. מתקן גרין-נט למיון פסולת בירושלים (100%)
2. מתקן מיון פסולת בחירייה (100%)
3. מתקן למיון פסולת בכפר גלעדי (50%)

בקטגוריית זרמי **פסולת מופרדת במקור** ואחרים, חברת הפסולת פרוסה על פני שרשרת הערך בכך שמבצעת גם את האיסוף במקומות שבהם קיים לחברה יתרון יחסי לעשות כן:

1. פעילות איסוף ומחזור נייר וקרטון ואבטחת מידע (100%)
2. פעילות בתחום הפלסטיק באמצעות אחזקה בחברה סייקל (24.75%)
3. פעילות מיון אריזות עבור תאגיד תמיר (100%)
4. פעילות איסוף ומחזור צמיגים (100%)

בתחום **פרויקטי ה-PPP** פועלת הזרוע באמצעות המתקנים הבאים:

1. מתקן דיה לטיפול בפסולת אורגנית באזור אשכול (100%) - זכיון ומפעיל
2. מתקן סמארט וויסט למיון ומיחזור פסולת עירונית ופסולת אורגנית בשפד"ן - זכיון ומפעיל (50%)
3. מתקן השבה בנאות חובב (WTE) (54.5%).

בנוסף כאמור החברה מחזיקה בגרינסויל- מתקן לטיפול **בבוצות וקרקעות מזוהמות** (100%)

תחום הפסולת המעורבת והפסולת האורגנית

פעילות מגזר הפסולת המעורבת מתבצעת מכוח הוראות חוק המחייבות את הלקוחות לקבל שירותי איסוף, טיפול ומחזור של זרמי הפסולת הרלוונטיים. חלק ניכר מהכנסות המגזר נובע ממכירת תוצרי מחזור בארץ ובעולם, ובהם קרטון ונייר. לפיכך, תוצאות החברה מושפעות ממחירי הסחורות בעולם בכל הנוגע להכנסות ממכירת מוצרים אלה.

חשוב לציין כי חשיפה זו מוגבלת בשל השפעות מקזזות וכן זרמי הכנסות נוספים שאינם תלויים באמור. כך, חלק משמעותי מהכנסות החברה נובע מהכנסות ממתן שירותים, לרבות הכנסות מפינויים, הכנסות ממתן שירותי גריסה ואבטחת מידע, הכנסות ממיון פסולת אריזות, הכנסות ממכירת אישורי מחזור צמיגים ועוד. כמו כן, יודגש כי פעילות ההפרדה במקור ככלל אינה נתמכת בסובסידיות ממשלתיות או מתמיכות רגולטוריות שוטפות, וחלק משמעותי מפעילותה תומך בקיום החוק (חוק הפיקדון על מכלי משקה, החוק להסדרת הטיפול באריזות, והחוק לסילוקן ולמיחזור צמיגים), ולכן כולל זרם הכנסות יציב שאינו מושפע מתנודות במחירי סחורות.

מתקן גרין-נט למיון פסולת בירושלים - גרין-נט מחזור וטיפול בפסולת בע"מ, שהוקמה בשנת 2010, מחזיקה ומפעילה באזור התעשייה עטרות בירושלים מתקן לקליטה ולמיון של פסולת עירונית מעורבת. המתקן החל לפעול בחודש מרץ 2015 ומשרת את מטרופולין ירושלים. הלקוח המרכזי של המתקן הוא עיריית ירושלים, ולצדה מעניקה גרין-נט שירותי קליטה וטיפול בפסולת לרשויות מקומיות נוספות באזור. יודגש כי גרין-נט הינו מתקן הטיפול בפסולת המתקדם היחידי במטרופולין ירושלים, ולהערכת החברה חסמי הכניסה לתחום זה הינם ייחודיים ומשמעותיים.

המתקן ממיינ כ-500 אלפי טונות פסולת עירונית בשנה. הפסולת הנקלטת במתקן ממוינת ומופרדת לזרמים שונים, שחלקם מועברים לשימוש חוזר בתעשיות המחזור: הפסולת האורגנית מועברת לטיפול באתר קומפוסט, וחומרים כגון קרטון, ברזל, אלומיניום ופלסטיק לסוגיו נמכרים כחומרי גלם לתעשיות שונות. יתרת הפסולת, שאינה ניתנת למחזור, מועברת להטמנה. בפועל המתקן פועל בניצול מלאה, וכמויות פסולת עודפות מועברות להטמנה. הכנסותיו נובעות בעיקר מדמי קליטה המשולמים בגין כל טון פסולת הנקלט בו, ממכירת תוצרי מחזור, מתשלומים מכוח קולות קוראים של המשרד להגנת הסביבה ומהכנסות הקשורות למחזור בקבוקי פלסטיק.

ביום 1 בינואר, 2025 נחתמה תוספת להסכם משנת 2020 בין גרין-נט לבין עיריית ירושלים. במסגרת התוספת הוארכה תקופת ההתקשרות בחמש שנים, מיום 24 במרץ, 2025 ועד ליום 24 במרץ, 2030, וכן עודכן מנגנון ההצמדה באופן שיתאים יותר למבנה ההוצאות של המתקן (בעיקר עקב הצמדה של רכיב ההובלה).

בחודש מרץ 2026 התקשרה גרין-נט בהסכם שכירות עם בעל הקרקע ביחס לשטח נוסף של כ-7.5 דונם באזור התעשייה עטרות, במטרה לאפשר את הרחבת פעילותה באזור. במקביל, חודש הסכם השכירות ביחס לשטח שעליו פועל המתקן הקיים לתקופה של 12 שנים, מיום 1 בינואר, 2026 ועד ליום 31 בדצמבר, 2037. ביחס לשטח הנוסף מתקיימים דיונים עם עיריית ירושלים, וסטטוס הפרויקט השתנה ביחס לשנה הקודמת. על פי המידע שנמסר, השטח מיועד להקמת מתקן מיון חדש, שמטרתו לשרת את עיריית ירושלים. עוד צוין כי היקף המתקן המתוכנן הוא 210 אלפי טון בשנה.

מתקן מיון פסולת בחירייה - במהלך בחודש אוגוסט 2024 התקשרה בלוג'ן, באמצעות גרין דקל TLV, חברה בת של דקל תשתיות, בהסכם על פי מכרז שבו זכתה, לתכנון, הקמה, הפעלה ותחזוקה של מתקן למיון והפרדת פסולת עירונית מעורבת בתחנת המעבר הקיימת באתר חירייה, עבור איגוד ערים דן. אתר חירייה קולט כ-1.1 מיליון טון פסולת ביתית מעורבת בשנה, מזה כ-600 אלף טון מטופלים במפעל ה-RDF והיתרה עוברת לתחנת מעבר באתר שתהפוך עם סיום ההקמה למתקן מיון ומשם להטמנה. ההסכם תקף ל-10 שנים עם אופציה לשנתיים נוספות, וכולל תקופת הקמה של עד 24 חודשים, כאשר בתום תקופת ההסכם תועבר הבעלות במתקן לאיגוד. במהלך ההקמה, גרין דקל TLV תתפעל את התחנה הקיימת באופן מלא, כולל הובלת שאריות מיון להטמנה באתר מורשה. המתקן צפוי לקלוט כ-380 אלף טון פסולת בשנה, מתוכם כ-150 אלף טון למחזור, והשאר (כ-230 אלף טון) להטמנה.

פרויקטי PPP

פרויקטי ה-PPP נחשבים לפרויקטים בטוחים ומוגנים ביחס לנכסים תפעוליים אחרים, וזאת מהסיבות הבאות:

1. ביקוש קשיח וזרם הכנסות רובסטי

2. הגנות ריבית ושערי חליפין

3. הגנות מדינה באירועי כוח עליון (כדוגמת מלחמה)

מתקן סמארט וויסט למיון ומיחזור פסולת עירונית בשפד"ן (בהקמה, תחילת הרצות קרות) -
סמארט וויסט הינו מתקן למיון ומיחזור פסולת עירונית בשפד"ן. הפרויקט מוחזק ב-50% על ידי בלוג'ן (שיכון ובינוי מחזיקה ב-50% הנוספים) ומצוי בשלב ההקמה. המתקן מוקם על פי תנאי מכרז BOT לתקופת זיכיון של 25 שנים (לאחר 3.5 שנות הקמה) קיבולת המתקן צפויה לעמוד על כ-365 אלפי טון פסולת מעורבת בשנה וכ-72 אלפי טון פסולת אורגנית לאחר מיון. קיימת אפשרות לקלוט כמויות נוספות בהיקף משמעותי לאור מאפייני המתקן והגודל שלו. בהערכת השווי הונח כמויות נוספות לאחר מספר שנות הפעלה בהיקף של כ-100 אלפי טון פסולת נוספת בשנה. מתקן סמארט וויסט הינו פרויקט ראשון מסוגו ובהיקפו בישראל ומהמתקדמים בתחומו בעולם, אשר בשילוב טכנולוגיות מתקדמות מספק פתרון מקיף לפסולת חלף הטמנה. המתקן מתבסס על שלושה שלבים עיקריים: (1) קליטה ומיון – שימוש במערך הפרדה אופטי ובליסטי המאפשר להוציא תוצרי מחזור באיכות גבוהה על פי הביקוש בשוק; (2) עיכול אנאירובי – והפקת אנרגיה מתחדשת מביו גז -הפקת גז מתאן מהמרכיב האורגני שבפסולת והפעלת גנרטורים בעזרתו לצורך ייצור חשמל ומכירתו לרשת; ו-(3) קומפוסטציה – מערך סגור להבשלת קומפוסט כהשלמה לטיפול בזרם האורגני המאפשר צמצום ניכר בצורך בהטמנה.

יובהר, כי המתקן מתוכנן לפעול באופן המיועד לצמצם פליטות של ריחות ומזהמים ויעמוד בכל התקנים הסביבתיים. מתקן סמארט וויסט צפוי לקלוט ולטפל בחלק מזרמי הפסולת המיוצרים במחוזות תל אביב והמרכז בישראל, אזורים המאכלסים כ-3.5 מיליון תושבים ואחרים לכ-46% מהפסולת העירונית במדינה.

הכנסות המתקן צפויות לכלול בעיקר הכנסות מדמי כניסה שישולמו על-ידי הרשויות המקומיות, הכנסות ממכירת מוצרי מיחזור והכנסות אחרות, כגון ממכירת חשמל. להערכת החברה, המתקן צפוי למחזר מעל מחצית מהפסולת שתגיע אליו ובכך לחסוך עלויות הובלה והטמנה, ויסייע להקטין את היקפי הטמנת הפסולת בישראל.

לפרויקט סמארט וויסט הסכם מימון מול קונסורציום בהובלת בנק הפועלים עם סך מסגרות אשראי של כ-875 מיליון ש"ח בתנאי non-recourse. האשראי שילקח מתוך המסגרות יפרע בתשלומים חצי שנתיים החל מינואר 2025 ביחס להלוואה לזמן קצר, אשר תומר להלוואה לזמן ארוך שנתיים מהפעלה מסחרית. הקמת הפרויקט נמצאת בעיצומה ושיעור ההתקדמות ההנדסי עומד על כ-93% (שיעור של כ-88% על פי העלויות בפועל) נכון ליום 30 ביוני, 2026 עם צפי להשלמת ההקמה במהלך הרבעון הראשון של שנת 2027. למלחמת חרבות ברזל השפעה על היקף העלויות ולוחות הזמנים של הפרויקט, והחברה הגיעה להסכמות עם המדינה בקשר לקבלת פיצויים בגין נזקי המלחמה על בסיס סעיף כוח עליון הקיים בהסכם הזיכיון. סך עלות ההשקעה המשוערת של הפרויקט נאמדת בכ-1,246 מיליון ש"ח. המתקן השלים חתימה על חוזים עם לקוחות למלוא תפוסת המתקן. ההכנסות לשנת הפעלה ראשונה של המתקן יעמדו על כ-261 מיליון ש"ח.

מתקן דיה לטיפול בפסולת אורגנית באזור אשכול - בפברואר 2022 זכתה בלוג'ן במכרז לתכנון, הקמה ותפעול של מתקן לטיפול בפסולת אורגנית באתר דיה שבאזור אשכול, אשר יפעל על בסיס שני שלבים: עיכול אנאירובי והפקת אנרגיה מתחדשת מביו-גז, וקומפוסטציה (בנוסף, בשטח האתר ישנה גם מטמנה). בינואר 2023, התקשרו בלוג'ן ודקל דיה בע"מ, המוחזקת במלואה על ידי דקל תשתיות (2001) בע"מ, בהסכם מחייב עם המועצה האזורית אשכול. על פי ההסכם, המתקן יוקם על פי תנאי מכרז DBOT לתקופת זיכיון של 24 שנים ו-11 חודשים (לאחר הפעלה). קיבולת המתקן צפויה לעמוד על כ-200 אלפי טון פסולת אורגנית בשנה, כאשר כ-140 אלפי טון צפויים להגיע ממתקן גרין-נט, והיתרה מהאזור הסמוך למתקן. המתקן צפוי להשלים את הטיפול בזרם האורגני של מתקני המיון וליצור סינרגיה בין מתקני זרוע הפסולת לאורך שרשרת הערך. עלות ההקמה המשוערת של המתקן עומדת על כ-415 מיליון ש"ח, מתוכם עד כ-150 מיליון ש"ח צפויים להתקבל כמענק הקמה מהקרן לניקיון, בכפוף לעמידה ביעדים, וזאת בנוסף למענק תפעול מאותה קרן בסך של עד 140 מיליון ש"ח. בחודש דצמבר 2024 הושלמה סגירה פיננסית, במסגרתה התקשר הזכיין בהסכמי מימון עם בנק דיסקונט בהיקף של כ-406 מיליון ש"ח; בתוספת הלוואת גישור בסך כ-35 מיליון ש"ח והון עצמי בסך כ-35 מיליון ש"ח, מסתכמת עלות הפרויקט הכוללת בכ-476 מיליון ש"ח, כאשר המימון ייפרע לאורך תקופת התפעול, כ-25 שנה. הקמת המתקן החלה בחודש ינואר 2025, שיעור ההשלמה עומד על כ-45%, והשלמת ההקמה צפויה ברבעון השלישי של שנת 2027, ממנה ואילך צפויה הכנסה ממוצעת של כ-113 מיליון ש"ח בשנה לאורך שנות הזיכיון. ההכנסות לשנת הפעלה ראשונה של המתקן יעמדו על כ-99 מיליון ש"ח.

מתקן השבת אנרגיה מפסולת (WTE) בנאות חובב (54.5%) - פרויקט חדש שבו זכתה החברה בתחילת 2026. מדובר בהסכם זיכיון BOT לתכנון, הקמה, הפעלה ותחזוקה של המתקן לכ-25 שנים (לאחר פיתוח והקמה). מדובר במתקן הראשון מסוגו בארץ לטיפול בהשבת אנרגיה מפסולת. המתקן צפוי לטפל בכ-300 אלף טון פסולת בשנה, והוא כולל מתקן למיון והפרדה של פסולת לרכיבים ברי מחזור ורכיבים שיועברו לשריפה, ממנה תפעל טורבינה שתפיק אנרגיה בהספק של כ-50 מגה וואט מותקן. המתקן צפוי לייצר אנרגיה באופן רציף לאורך מרבית שעות השנה ויספק חשמל רציף ונקי לרשת החשמל. ההכנסות לשנת הפעלה ראשונה של המתקן יעמדו על כ-300 מיליון ש"ח.

פעילות זרמי פסולת מופרדת במקור

1. פעילות איסוף ומחזור נייר וקרטון ואבטחת מידע- פעילות חברת הפסולת בתחום הטיפול והמיחזור של נייר והקרטון מתבצעת באמצעות איסוף נייר, עיתון וקרטון מהפחים הכחולים וממכלי אצירה עירוניים ופרטיים, הן מרשויות מקומיות והן מלקוחות / ספקים פרטיים (קמעונאי מזון, מסעדות, מוסדות ועוד), וכן מתן שירותים בתחום אבטחת המידע באמצעות גריסה, עיבוד ומיחזור של חומרים מסווגים. להערכת החברה, נתח השוק של פעילותה בתחום איסוף ומחזור נייר וקרטון בישראל, עומד על כ-30%. ההכנסות בפעילות זו נובעות מ: (1) הכנסות בגין האיסוף עצמו, (2) הכנסות בגין מכירת תוצרי המחזור וכן (3) הכנסות משירותי גריסה הניתנים ללקוחות אבטחת מידע. בפעילות זו החברה פועלת בשני אתרי מחזור (ראשון לציון וניצני שלום).

2. פלסטיק - פעילות חברת הפסולת בתחום הפלסטיק מתבצעת באמצעות איסוף של מכלי פלסטיק ממתקני אצירה, מיונם, הפרדתם, עיבודם וייצור חומרי גלם ממוחזרים לתעשיית הפלסטיק בארץ ובעולם, על ידי טיפול במחזור מכלי משקה מפלסטיק, אלומיניום וזכוכית וכן באמצעות שאיבה מכלובים ייעודיים לכך. פעילות זו מתבצעת, באמצעות סייקל, בהתאם לחוק הפיקדון על מכלי משקה, תשנ"ט-1999, החל משלב איסוף המכלים מהיצרן או מבית העסק ועד לקבלת דמי הפיקדון עבורם, לרבות באמצעות מכונות מחזור אוטומטיות. פעילות זו מתבצעת באמצעות שני מפעלים (אשדוד ומתחם דשנים).

3. אריזות ותחנת מיון - פעילות חברת הפסולת בתחום האריזות מתבצעת באמצעות טיפול באריזות הנאספות מהפחים הכתומים מחדרה ועד אילת, בהתבסס על הסכם זיכיון עם תמיר (בהתאם להוראות החוק להסדרת הטיפול באריזות, התשע"א-2011), וכן טיפול באריזות הנאספות במתקן ייעודי. כיום החברה פועלת בתחום זה בשטח תחנת המעבר אשר היא מפעילה עבור עיריית ראשון לציון והחברה בשלבי הקמה של מתקן ייעודי מתקדם למיון פסולת אריזות אשר יוקם בשטח אתר חירייה כמתואר לעיל. כיום עוברים בתחנה כ-170 אלף טון בשנה.

4. הרחבת מתקן תמיר - בחודש אפריל 2024 הגיעה החברה להסכמות עם "תמיר" מחזור על הקמה, בהיקף של כ- 68 מיליון ש"ח, של מתקן מיון ותפעול למשך מספר שנים שעתיד להיות המתקן הגדול בישראל למיון פסולת אריזות. האריזות הנאספות למחזור בפחים הכתומים מגיעות בשלב ראשון למתקני המיון, שם הן מתמיינות בהתאם לחומר ממנו הן עשויות, ולאחר המיון כל חומר עובר למפעל מחזור לטובת ייצור מוצרים חדשים בתפעול ואחריות תמיר. קיבולת המתקן תאפשר מיון של עד 3,000 טון פסולת אריזות ביום בשלב הראשון עם אופציה להרחבה של עד 4,500 טון. המתקן התחיל הקמה בסוף שנת 2025 וצפוי להתחיל לפעול בשנת 2028.

4. צמיגים - פעילות חברת הפסולת בתחום הצמיגים מתבצעת באמצעות איסוף צמיגים משומשים ממוסכים כחלק מחובת יבואני הצמיגים לעמוד בהוראות החוק לסילוק ולמיחזור צמיגים, התשס"ז-2007. הטיפול בצמיגים הנאספים, עיבודם וייצור תוצרי מיחזור המתקבלים מהצמיגים מתבצע במפעלי החברה בבאר שבע. התוצרים נמכרים כחומר בעירה לאנרגיה וכחומר גלם המשמש, בין היתר, לבנייה ירוקה וגינות ציבוריות. במידה וקיימים עודפים של תוצרי גומי, ביכולת החברה גם לייצא אותם לחו"ל. פעילות זו נעשית באמצעות חברת ת.מ.צ. תעשיות מיחזור צמיגים בע"מ (להלן: "ת.מ.צ."). פעילות זו מתבצעת במפעל לטיפול ומחזור צמיגים הנמצא בבאר שבע (כאשר למיטב ידיעתה של החברה, מפעל זה הינו אחד מתוך שני המפעלים בתחום זה בישראל).

טיפול בבוצות ובקרקעות מזוהמות

החברה פועלת בתחום הטיפול הביולוגי בקרקעות מזוהמות ובבוצות תעשייתיות באמצעות החזקתה במלוא הון המניות של גרינסויל. גרינסויל מחזיקה בזכויות שכירות בשטח ובמתקנים לטיהור קרקעות, הממוקמים במתחם מפעל החברה לשירותי איכות הסביבה בנאות חובב. החל מיום 1 בינואר, 2020 מפעילה גרינסויל במקום מתקן לטיפול בקרקעות ובבוצות תעשייתיות, מכוח הסכם לתקופה של עשר שנים, הכולל אופציות הארכה לתקופה מצטברת של עד 24 שנים ו-11 חודשים. בשנת 2025 זכתה החברה במכרז להשכרת שטח נוסף הסמוך לשטח הקיים, לצורך הגדלת קיבולת קליטת הקרקעות במתקן.

הערכת השווי

להלן שווי החזקות בלוג'ן בזרוע הפסולת:

נכס	ביאור	שווי	שיעור החזקה	אלפי ש"ח
פסולת מעורבת	א	607,409	100%	607,409
פסולת מופרדת במקור	ב	632,995	100%	632,995
פרויקטי PPP	ג	526,726	50%-100%	317,863
קרקעות, בוצות ושומת	ד	109,883	100%	109,883
חוב נטו והתאמות נוספות		(44,957)		(44,957)
שווי BlueGen Waste		1,623,193		
BlueGen Waste - בלוג'ן		70%		
שווי החזקות בלוג'ן		1,136,235		

תחזית מגזר הפסולת המעורבת כוללת את המתקנים הבאים - גרין-נט (1 ו-2), חירייה וכפר

גלעדי, כמפורט להלן:

גרין-נט

הנחות עבודה עיקריות

- ❖ תחזיות נומינליות – התחזיות שהתקבלו על ידי הנהלת החברה מוצגות בערכים נומינליים, עם הנחת עליית מדד. משכך, כלל התחזיות ששימשו לאמידת שווי השימוש, לרבות שיעור ההיוון (WACC), הינן בערכים נומינליים.
- ❖ שיעור המס – שיעור המס בתחזית תזרים המזומנים הינו 23%, שיעור מס החברות בישראל הידוע למועד ההערכה.
- ❖ שנות התחזית – מייצגות את התקופה מיום 1 באפריל, 2026 ועד ליום 31 בדצמבר, 2049.
- ❖ שיעור היוון (WACC) נומינלי של 10.5%.

הכנסות

כאמור, התחזית כוללת את פעילות גרין-נט (להלן "המתקן") וד.ט גרין-נט השקעות. הכנסות החברה ממתקן גרין-נט נובעות מדמי שער ודמי קליטה, ממכירת חומרי מיחזור, מתמיכות וכן הכנסות אחרות.

עיקר ההכנסות מכניסות פסולת מקורן מהסכם מול עיריית ירושלים, והסכמים עם רשויות נוספות אשר מורכבות מדמי כניסה לכל טון אשפה שנקלט במתקן. החוזה עם עיריית ירושלים הינו בעל מבנה הצמדה שמגדר את השינויים בעלויות של המתקן.

- הכנסות ממכירה של חומרי מיחזור למפעלי מיחזור בארץ ובחו"ל אשר מתכנסות בשנים הקרובות לממוצע הרב שנתי של מחירי המכירה של תוצרי המיחזור.
- תשלומים מתוך מענקי מיחזור, מכוח קולות קוראים של המשרד להגנת הסביבה בהם זוכה החברה.
- הכנסות בגין מיחזור בקבוקי פלסטיק מכוח חוק הפיקדון.

הגידול בהכנסות מורכב מגידול במחיר הכניסה המתבסס על תחזית האינפלציה ומגידול בכמויות הפסולת הנכנסות למתקן המתבסס על גידול באוכלוסייה וגידול בפסולת לנפש בהתאם לנתוני עבר. כמו כן, בהתאם לתחזית החברה הונח כי ההכנסות יצמחו בשנים 2027-2032 בכ-5.1% (כ-3% ריאלי) בממוצע ובשנים 2033-2049 בכ-3.5% בממוצע. להכנסות מתקן גרין-נט קיים מנגנון הצמדות חוזי המייצר הגנה מפני אינפלציה ועליית מחירים. בנוסף, המודל מניח כי בשנת 2030 המתקן יגיע לקיבולת מקסימלית.

משיקולים פרקטיים החברה הניחה בתחזית שהמתקן יעבוד ל-25 שנים בלבד שכן לאחר מכן ככל הנראה ידרשו השקעות משמעותיות על מנת להמשיך את הפעילות במתקן אשר קשה לחזותן בשלב זה, וממילא השפעת התקופה כאמור על שווי הנכס אינה משמעותית במונחי ערך נוכחי. החברה מתכננת להקים מתקן טיפול נוסף בפסולת בשטח הסמוך למתקן גרין-נט הקיים (להלן: "גרין-נט 2"), כחלק מהמשך הרחבת פעילותה בתחום הטיפול וההשבה. בהתאם להנחות החברה, המתקן החדש צפוי להיות בעל כושר טיפול של כ-210 אלף טון בשנה, כאשר עבודות ההקמה צפויות להתבצע במהלך השנים 2027-2028 ותחילת הפעלתו המסחרית צפויה בשנת 2029 ועלויות ההקמה צפויות לעמוד על כ-69 מיליון ש"ח. נכון למועד הערכת השווי, לחברה הסכם התקשרות עם בעלי הקרקע לתקופה של 15 שנים, הכולל אופציה להארכה. השטח מתאים מבחינה סטטוטורית להרחבת המפעל לצורך נוסף ומשמש באופן זמני לקבלת פסולת של עיריית ירושלים. לשטח כל הרישיונות הנדרשים ולאחר השלמת ההתקשרות עם עיריית ירושלים וקבלת הקול הקורא להקמת המפעל יושלמו ההיתרים הנדרשים לבניית הקו הנוסף. בתחזית החברה הונחה עלייה הדרגתית בהיקפי הפעילות של המתקן עד להגעה לניצולת מלאה בשנת 2032, המשקפת את כושר הפעילות המתוכנן של המתקן לאורך זמן.

הוצאות

עלויות החברה מורכבות מעלויות בגין טיפול בפסולת, עלויות הובלה, הטמנה, שכר ונלוות, פחת, שכירות, ארנונה, חשמל ועוד.

פחת ו-CapEx

בהתאם למודל הפיננסי שהתקבל מהחברה הפחת של מתקן גרין-נט בשנים 2026-2027 נאמד בכ-2.5 מיליון ש"ח, עולה לכ-4 מיליון בשנת 2028 וכ-7 מיליון ש"ח בשנת 2029 בעקבות הפעלה מלאה של גרין-נט 2. החברה מניחה השקעות הוניות בסך של כ-5 מיליון ש"ח בשנים 2027-2028 ולאחר מכן עלייה עד לכ-7 מיליון ש"ח.

הון חוזר

בהתאם למודל הפיננסי שהתקבל מהחברה יתרת הלקוחות צומחת בהתאם לצמיחה בהכנסות ויתרות הספקים והמלאי בהתאם לשינויים בעלות המכר. יתרת הפתיחה של ההון החוזר לפעילות גרין-נט נאמדת בכ-28 מיליון ש"ח.

חירייה

פרויקט חירייה הינו מתקן לטיפול בפסולת שמיועד לשמש כתחנת מיון ומחזור פסולת איגודן עם קיבולת של כ-380 אלף טון בשנה וישרת את תל אביב והערים שבאזור. מתקן זה יצטרף לתפעול של תחנת המעבר הקיימת באיגודן אשר מפיקה כבר כיום הכנסות בהיקף של כ-65 מיליוני ש"ח. עבודות ההקמה צפויות להתחיל במחצית השנייה של 2026 ותקופת ההקמה צפויה להסתיים עד סוף 2027. לאחר ההקמה החברה צפויה להפעיל את המתקן למשך 10 שנים (8 שנים עם אופציה לשנתיים נוספות). הכנסות המתקן מבוססות על מחיר חוזי שנקבע במכרז. הוצאות המתקן כוללות בעיקר כוח אדם והוצאות תפעול שונות (כגון הובלות). המתקן כאמור נמצא טרם תחילת ההקמה והערכנו אותו בהתאם לגישת DCF. תזרים המזומנים של פרויקט זה, מתבסס על המודל הפיננסי של החברה.

שנות התחזית - מיום ה-1 באפריל, 2026 עד ליום 31 בדצמבר, 2037 בהתאם לתחזית החברה.

שיעור הון – שיעור ההון (WACC) שחושב הינו 13.75% (במונחי Ke, הינו 15.9%).

כפר גלעדי

פרויקט כפר גלעדי הינו מתקן לטיפול בפסולת, המיועד לשמש כתחנת מיון ומחזור פסולת בקיבולת של כ-210 אלף טון בשנה ולשרת את יישובי הגליל העליון. הקמת והפעלת המתקן מבוססות על הסכם מחייב שנחתם עם קיבוץ כפר גלעדי, המשמש כשותף בפרויקט וכבעל הזכויות בקרקע עליה צפוי לקום המתקן, אך עדיין תלויות בקבלת האישורים הנדרשים לצורך כך. עבודות ההקמה צפויות להתחיל במחצית השנייה של 2027 ותקופת ההקמה צפויה להסתיים עד סוף 2028. לאחר ההקמה החברה צפויה להפעיל את המתקן למשך 25 שנים. המתקן כאמור נמצא בשלב הייזום והערכנו אותו בהתאם לגישת DCF. תזרים המזומנים של פרויקט זה, מתבסס על המודל הפיננסי של החברה.

שנות התחזית - מיום ה-1 באפריל, 2026 עד ליום 31 בדצמבר, 2053 בהתאם לתחזית החברה.

שיעור הון – שיעור ההון (WACC) שחושב הינו 14.25% (במונחי Ke, הינו 16.5%).

בהתבסס על ההערכות המפורטות לעיל ולהלן בהמשך הפרק, להלן מוצגת תחזית תזרים המזומנים של פעילות הפסולת המעורבת באלפי ש"ח:

הגידול בהכנסות החזוי בשנים
2029–2027 מיוחס בעיקר
לכניסתם של מתקני גרין-נט 2,
חירייה ובפר גלעדי לפעילות
מסחרית מלאה

ההשקעות בשנים 2026-2028
הן בגין הקמת מתקני מיון
נוספים – גרין-נט 2, חירייה
ובפר גלעדי.

אלפי ש"ח	2024	2025	2026	2026 Q2-Q4	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034 ואילך
הכנסות	233,125	266,591	276,051	272,293	352,732	448,512	522,264	549,187	577,497	597,662	618,487	
שיעור צמיחה		14.4%	3.5%		27.8%	27.2%	16.4%	5.2%	5.2%	3.5%	3.5%	
עלות המכר	(186,327)	(217,008)	(219,997)	(227,428)	(291,233)	(353,125)	(410,153)	(427,997)	(449,772)	(465,398)	(481,697)	
רווח גולמי	46,798	49,583	56,054	44,865	61,499	95,388	112,111	121,189	127,726	132,264	136,791	
שיעור מהכנסות	20.1%	18.6%	20.3%	16.5%	17.4%	21.3%	21.5%	22.1%	22.1%	22.1%	22.1%	
הוצאות תפעוליות	(7,169)	(7,115)	(6,287)	(4,715)	(5,477)	(10,762)	(10,960)	(10,885)	(11,082)	(11,278)	(11,474)	
רווח תפעולי	39,629	42,468	49,767	40,150	56,022	84,625	101,152	110,304	116,644	120,986	125,316	
EBITDA	39,629	42,468	49,767	41,842	58,343	94,194	115,471	125,008	131,740	136,481	141,219	
שיעור מהכנסות	17.0%	15.9%	18.0%	14.7%	15.9%	18.9%	19.4%	20.1%	20.2%	20.2%	20.3%	
הוצאות מס				(9,234)	(12,885)	(19,464)	(23,265)	(25,370)	(26,828)	(27,827)	(28,823)	
רווח תפעולי לאחר מס				30,915	43,137	65,161	77,887	84,934	89,816	93,159	96,494	
התאמות												
שינויים בהון חוזר				(14,221)	(1,665)	(9,693)	(6,524)	(3,219)	(2,979)	(2,565)	(2,754)	
פחת והפחתות				1,693	2,322	9,569	14,319	14,704	15,096	15,495	15,902	
השקעות נטו ממענקים				(38,606)	(93,692)	(27,581)	(8,822)	(9,024)	(9,231)	(9,445)	(9,665)	
התאמה לדמי ניהול נטו ממס				824	1,099	1,099	1,099	1,099	1,099	1,099	1,099	
סה"כ התאמות				(50,311)	(91,936)	(26,606)	72	3,560	3,984	4,584	4,582	
סה"כ תזרים להיוון				(19,395)	(48,800)	38,555	77,959	88,494	93,800	97,743	101,075	
תקופה להיוון				0.25	1.00	2.00	3.00	4.00	5.00	6.00	7.00	
תזרים מהוון				(18,878)	(43,801)	31,061	56,371	57,434	54,641	51,106	47,434	376,121

סך תזרים מהוון	611,490
התאמות נוספת	(4,081)
שווי פסולת מעורבת	607,409

שיעור ההיוון המשוקלל של פעילות זו נאמד בכ-11.4%



ניתוח רגישות

להלן ניתוח רגישות המציג את שווי פסולת מעורבת ביחס לשינוי של חצי אחוז בשיעור ההיוון
(אלפי ש"ח):

שינוי בשיעור היוון				
1.00%	0.50%	0.00%	-0.50%	-1.00%
552,012	578,815	607,409	637,944	670,588

פעילות פסולת מופרדת במקור כוללת את הפעילויות הבאות:

1. פעילות איסוף ומחזור נייר וקרטון ואבטחת מידע
2. פעילות בתחום הפלסטיק באמצעות אחזקה בחברה סייקל (24.75%) - תאגיד שהוקם בשנת 2022 לטובת איסוף ומיחזור בקבוקי שתיה בשותפות עם החברה המרכזית למשקאות
3. פעילות מיון אריזות עבור תאגיד תמיר
4. פעילות איסוף ומחזור צמיגים
5. טיפול בטקסטיל

הנחות עבודה עיקריות

- ❖ התחזית על בסיס מאוחד - התחזית המוצגת לעיל, כוללת את כל פעילויות ההפרדה במקור על בסיס מאוחד (פרט לפעילות תמיר – שהוערכה בנפרד), לרבות החלק היחסי מפעילות סייקל.
- ❖ שנות התחזית – מייצגות את התקופה מיום 1 באפריל, 2026 ועד ליום 31 בדצמבר, 2030 וכן את השנה המייצגת (להלן: "תקופת התחזית").
- ❖ תחזיות נומינליות - התחזיות שהתקבלו על ידי הנהלת החברה מוצגות בערכים נומינליים, עם הנחת עליית מדד. משכך, כלל התחזיות ששימשו לאמידת שווי השימוש, לרבות שיעור ההיוון (WACC), הינן בערכים נומינליים.
- ❖ שיעור מס – שיעור המס בתחזית תזרים המזומנים הינו 23%, שיעור מס החברות בישראל הידוע למועד ההערכה.
- ❖ שיעור היוון – כאמור לעיל, שיעור ההיוון (WACC) שחושב הינו 10.25% (במונחי Ke, הינו 11.5%).

הכנסות

הכנסות החברה נלקחו בהתאם לתחזית החברה ובין היתר מבוססות על מחירי החוזים הקיימים עם לקוחותיה (לרבות ההצמדות הקבועות בחוזים), וצפויות לעמוד בשנת 2026 על כ-354 מיליוני ש"ח. כמו כן, בהתאם לתחזית החברה הונח כי ההכנסות ירדו בכ-5% בין שנת 2026 לשנת 2027 בעקבות הפסקת הפעילות של תחנת המעבר בראשון לציון.

החל משנת 2028 חלה ירידה בהכנסות לאור סיום ההסכם הקיים עם תמיר. ההסכם החדש עם תמיר משוקף במסגרת ההתאמות לשווי בתוך שורת "חוב פיננסי נטו". בשנה הטרמינלית הונחה צמיחה של 3% הנובעת מגידול בהיקף הפסולת בהתאם לתחזיות התעשייה וכן מגידול איטי במחירי תוצרי המיחזור אשר יתכנסו לממוצע הרב שנתי.

הוצאות תפעוליות

ההוצאות התפעוליות של החברה מורכבות בעיקר מעלויות קבועות וכוללות גם עלויות משתנות. ההוצאות התפעוליות נלקחו מהמודל הפיננסי שהתקבל מהחברה. בהתאם לאמור לעיל, ישנה ירידה בהוצאות התפעוליות בשנת 2028 של כ-16% עקב הפסקת הפעילות בתחנת המעבר ולאחר מכן עלייה של כ-2%. בשנה הטרמינלית ההוצאות התפעוליות עומדות על כ-22 מיליוני ש"ח.

ראו בהמשך פירוט אודות הסיבות המרכזיות לשיפור החזוי ברווחי החברה ביחס לתוצאות העבר.

ביאור ב – פסולת מופרדת במקור

להלן מוצגת תחזית תזרים המזומנים של פעילות ההפרדה במקור (באלפי ש"ח):

אלפי ש"ח	2024	2025	2026	2026 Q2-Q4	2027	2028	2029	2030	טרמינלי
הכנסות	326,509	346,127	354,459	257,728	335,274	318,019	329,552	341,668	351,918
שיעור שינוי בהכנסות	1.9%	6.0%	2%	-	-5.4%	-5.1%	3.6%	3.7%	3.0%
עלות המכר	(273,529)	(288,755)	(282,564)	(204,892)	(265,652)	(248,803)	(251,377)	(254,214)	(261,840)
% מההכנסות	83.8%	83.4%	79.7%	79.5%	79.2%	78.2%	76.3%	74.4%	74.4%
רווח גולמי	52,980	57,372	71,895	52,835	69,621	69,216	78,174	87,454	90,078
שיעור רווח גולמי	16.2%	16.6%	20.3%	20.5%	20.8%	21.8%	23.7%	25.6%	25.6%
הוצאות תפעוליות	(31,482)	(31,275)	(25,018)	(18,553)	(25,093)	(20,962)	(21,004)	(21,246)	(21,884)
EBITDA	39,774	45,511	68,210	50,075	63,617	65,342	72,258	78,801	80,787
רווח תפעולי	21,498	26,097	46,877	34,283	44,529	48,254	57,170	66,208	68,194
שיעור רווח תפעולי	6.6%	7.5%	13.2%	13.3%	13.3%	15.2%	17.3%	19.4%	19.4%
הוצאות מס					(7,885)	(10,242)	(11,098)	(13,149)	(15,685)
רווח תפעולי לאחר מס					34,287	37,156	44,021	50,980	52,509
התאמות									
שינויים בהון חוזר				(5,734)	1,502	(2,093)	(2,199)	(2,382)	(516)
פחת והפחותות				15,792	19,088	17,088	15,088	12,593	12,593
CapEx				(29,303)	(19,234)	(12,866)	(12,866)	(12,867)	(12,593)
סה"כ התאמות				(19,244)	1,356	2,129	24	(2,656)	(516)
סה"כ תזרים להיוון				7,153	35,643	39,284	44,045	48,324	51,993
תקופה להיוון				0.25	1.00	2.00	3.00	4.00	4.00
תזרים מהוון				6,981	32,329	32,319	32,867	32,708	485,396
ערך נוכחי									622,600
הפרשי פחת									10,395
שווי פעילות									632,995

ירידה בהכנסות כתוצאה מהפסקת פעילות תחנת המעבר באמצע שנת 2026 ועלייה ברווח הגולמי כתוצאה מכך שפעילות תחנת המעבר הייתה פחות רווחית.

ירידה בהכנסות בשנת 2028 עקב סיום החוזה הנוכחי מול תמיר כאמור לעיל.

סיכום

בהתבסס על עבודתנו והממצאים המפורטים בה, הגענו לכלל מסקנה כי שווי פעילות ההפרדה במקור עומד על כ-633 מיליוני ש"ח.

ניתוח רגישות

להלן ניתוח רגישות המראה את ההשפעה של שינוי של כ-1% בשיעור ההיוון ו-0.5% בשיעור הצמיחה הטרימינלית על שווי פעילות ההפרדה במקור (באלפי ש"ח):

שיעור היוון						
12.25%	11.25%	10.25%	9.25%	8.25%		
458,717	510,169	574,200	656,022	764,183	2.00%	צמיחה שנה מייצגת
475,091	531,118	601,701	693,315	816,939	2.50%	
493,234	554,606	632,995	736,575	879,744	3.00%	
513,452	581,125	668,926	787,358	955,772	3.50%	
536,120	611,302	710,605	847,815	1,049,688	4.00%	

- ❖ ה-EBITDA והרווח התפעולי לשנים 2024-2025 הם על פי הדוח הכספי המאוחד של קממ בתוספת איחוד יחסי של תוצאות פעילות סייקל.
- ❖ הגידול ב-CAPEX בשנים הראשונות משקף את תוכנית הצמיחה של החברה, הכוללת השקעות בהרחבת פעילויות קיימות באמצעות זכייה במכרזים חדשים והתקשרויות עם לקוחות נוספים, לצד השקעות בפיתוח והרחבת פעילות בתחומים משיקים, כגון מדיה מגנטית. השקעות אלו נועדו לתמוך בגידול הצפוי בהיקפי הפעילות בשנות התחזית. לצד זאת, חלק קטן מה-CAPEX מיועד להשקעות תחזוקה שוטפות (Maintenance Capex), הנדרשות לשימור הבשירות התפעולית והחלפת ציוד בהתאם לצורך.

להלן שווי נכסי פרויקטי PPP (זכיון ומפעיל):

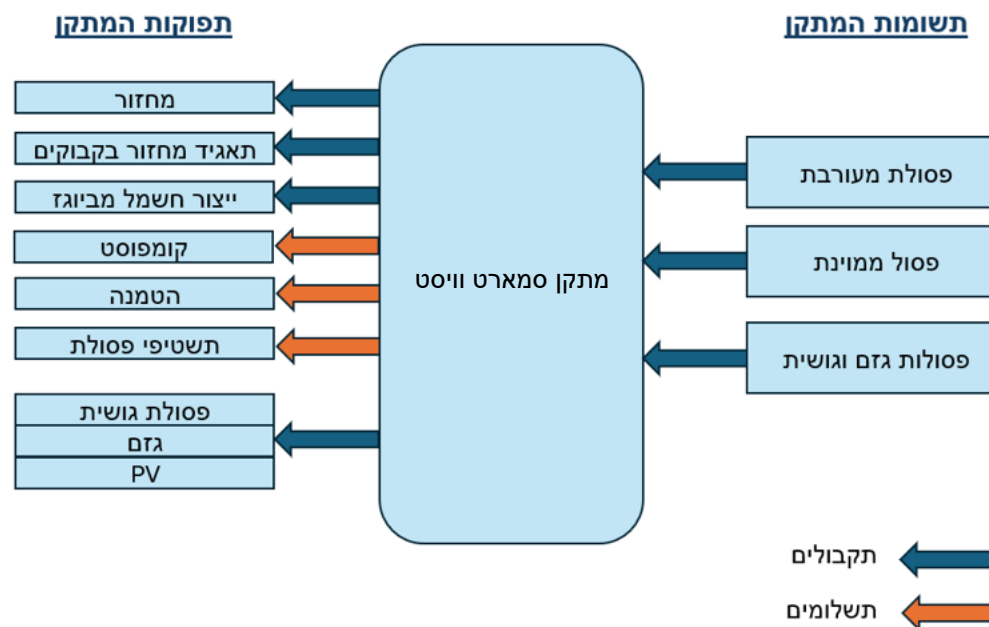
פרויקטי PPP	סה"כ	שיעור החזקה	חלק BlueGen Waste	ביאור
סמארט וויסט	320,578	50.0%	160,289	1
דיה	99,391	100.0%	99,391	2
נאות חובב WTE	106,757	54.5%	58,183	3
סה"כ	526,726		317,863	

החזקות הזרוע בפרויקטי PPP מוצגות לעיל ללא החזקות בקבלן, אשר מוצגת בנפרד תחת חטיבת ההקמות ו-EPC.

ביאור 1 – סמארט וויסט אקו בע"מ

נכון למועד הערכת השווי, המתקן נמצא בשלבי הקמה מתקדמים, בתהליך הרצה קרה והיערכות לתחילת הפעלה מסחרית בחודשים הקרובים שלאחריה הפרויקט יופעל במשך 25 שנה, בהתאם להסכם ה-BOT, כך שהפרויקט יסתיים בשנת 2051.

להלן המבנה העסקי של פרויקט סמארט וויסט, המציג את ערוצי ההכנסות וההוצאות בפרויקט:



הנחות עבודה עיקריות

- ❖ תקופת התזרים – חצי שנת הקמה ו-25 שנות הפעלה, עד לשנת 2051
- ❖ שיעור היוון (Ke) – שיעור של 12.5% לזכיון ו-10.25% לקבלן התפעול (להרחבה ראה נספח א); שיעור היוון משוקלל שנאמד בכ-12.2%.
- ❖ קיבולת המתקן – כ-365 אלף טון ולאחר 3 שנים עלייה לכ-465 אלף טון פסולת עירונית בשנה.
- ❖ הכנסות – למתקן סמארט וויסט קיימים מספר ערוצי הכנסה עיקריים:
 - הכנסות מדמי קליטה בגין הפסולת הנכנסת במתקן - החברה קולטת הן אשפה ממוינת והן אשפה לא ממוינת, כאשר לכל אחד מהסוגים החברה מקבלת תעריף אחר אשר יוצמד לסל ההצמדות. דמי הקליטה שהונחו הינם בהתאם למחירי השוק עם שיעורי צמיחה נורמטיביים וכן משקפים את רשת הביטחון הקיימת בהסכם הזיכיון.
 - מכירת תוצרי מיחזור - החברה מוכרת תוצרים הכוללים מתכות, קרטונים, פלסטיק, וכיו"ב. בגין כל סוג, החברה זכאית לקבל תעריף שונה אשר יוצמד לסל ההצמדות.
 - מענקים מכוח קולות קוראים של המשרד להגנת הסביבה.
 - מכירת חשמל אשר עתיד להיות מופק במתקן בשיטת ביו-גז, אשר יימכר מכוח אסדרה ותעריף מכירה לרשת;
 - תמיכות מהמדינה אשר עיקרן הוא מתן רשת ביטחון לתקופת הזיכיון אשר תשולם ככל שרמת ההכנסות תפחת מהרף שנקבע על ידי המזמין.
 - הכנסות בגין מיחזור בקבוקי פלסטיק מכוח חוק הפיקדון.
 - להכנסות הפרויקט קיים מנגנון הצמדות חוזי המייצר הגנה מפני אינפלציה ועליית מחירים.

❖ הוצאות – בהתאם למבנה העסקי של הפרויקט, להלן סוגי ההוצאות בפרויקט:

- **תפעול ותחזוקות המתקן (O&M)** - ביצוע כלל עבודות התפעול והתחזוקה הנדרשות במפעל, לרבות סילוק וטיפול בתשטיפים שגובה המטמנה וכן עלויות הובלה למטמנה ובתמיסות של חומרים שונים המצויים בפסולת או הנוצרים במהלך התפרקותה. הוצאות ה-O&M כוללות מרכיב קבוע ומרכיב משתנה.
- **הוצאות הטמנה** - יתרת הפסולת אשר לא נעשה בה שימוש מועברת לאתר הטמנה, כאשר ישנן עלויות בגין ההטמנה כגון – היטל הטמנה, מחיר השער (Gate Fee) וכן עלויות הובלה למטמנה.

- ❖ עלות הקמה – עלויות ההקמה בפרויקט צפויות לעמוד על סכום של כ-1,246 מיליוני ש"ח. עד חודש יוני 2026 הושקעו בפרויקט 918 מיליוני ש"ח;
- ❖ מענק הקמה – בהתאם להסכם ה-BOT מול המדינה, הפרויקט זכאי למענק הקמה בסכום של כ-170 מיליוני ש"ח צמוד למדד בשנה הקרובה, אשר ישולם בחלקים במהלך תקופת ההקמה (3.5 שנים);
- ❖ חוב בכיר והון עצמי - הון עצמי נדרש של כ-221 מיליוני ש"ח, חוב בכיר בסכום של כ-621 מיליוני ש"ח וכ-221 מיליוני ש"ח הלוואת EBF שנפרעת בשנת 2028 על ידי משיכת הלוואת מזנין בסכום של כ-215 מיליוני ש"ח.
- ❖ פיצויים - כחלק מהשפעות המלחמה על כלל תחום הקמת פרויקטי תשתית בישראל, חלה התייקרות בעלויות ההקמה של הפרויקט. בעקבות התייקרויות אלו, הגיעה החברה להסכמות עם המדינה בדבר מנגנון פיצוי, אשר הובא בחשבון במסגרת המודל הפיננסי.
- ❖ רווח מפעיל - בהתאם לתחזית החברה, המתקן צפוי להגיע לתפוסה מלאה עם השלמת הפעלתו המסחרית, המהווה את הבסיס להנחת שיעור הרווחיות של 7%, מבלי לקחת בחשבון התייעלות תפעולית עתידית ושיפורים טכנולוגיים.
- ❖ נחתמו הסכמים עם לקוחות לקבלת פסולת בכמות אשר תאפשר את כלל ההרצות במתקן.

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

ההכנסות בשנת 2028
כוללות תקבול חד פעמי

אלפי ש"ח	2026 H2	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	2037	2038	2039
הכנסות	–	258,681	343,615	300,347	319,433	328,295	333,810	339,546	344,219	352,358	360,739	369,372	378,264	387,422
הוצאות תפעוליות	–	(164,131)	(169,220)	(199,928)	(204,546)	(209,280)	(214,133)	(219,108)	(224,208)	(229,437)	(234,799)	(240,297)	(245,935)	(251,716)
EBITDA	–	94,549	174,395	100,419	114,887	119,015	119,677	120,438	120,011	122,920	125,940	129,075	132,329	135,706
תשלומי ריבית ועמלות	(23,100)	(65,931)	(64,754)	(49,338)	(46,909)	(45,701)	(45,104)	(44,123)	(43,142)	(42,522)	(41,865)	(40,756)	(39,722)	(38,443)
רווח לפני מס	(23,100)	28,618	109,641	51,081	67,979	73,315	74,573	76,316	76,868	80,398	84,075	88,319	92,607	97,262
הוצאות מס	–	(3,297)	(2,629)	–	(3,051)	(4,508)	(5,099)	(5,794)	(6,161)	(7,128)	(8,175)	(9,351)	(10,535)	(11,805)
רווח תפעולי לאחר מס	(23,100)	25,320	107,011	51,081	64,928	68,807	69,474	70,522	70,708	73,270	75,901	78,968	82,071	85,457
התאמות לתזרים מזומנים														
שינויים בהון חוזר	(14,078)	(13,844)	(3,256)	(2,085)	(3,236)	(1,474)	(600)	387	3,755	(1,773)	(1,752)	(1,662)	(1,771)	(1,912)
השקעות בקיזוז מענקים	(73,711)	(13,884)	(12,714)	(28,326)	(5,076)	–	–	–	–	–	–	–	–	–
תנועות בקרן ההלוואות	111,189	4,701	(62,253)	(30,552)	(35,988)	(28,536)	(29,614)	(30,678)	(31,304)	(32,958)	(34,987)	(37,456)	(39,993)	(42,800)
מזומנים י.פ.	3,542	3,842	6,135	6,251	6,370	6,490	6,613	6,738	6,865	6,995	7,127	7,262	7,399	7,539
מזומנים י.ס.	3,842	6,135	6,251	6,370	6,490	6,613	6,738	6,865	6,995	7,127	7,262	7,399	7,539	7,681
תזרים פנוי לבעלים	–	(0)	28,672	(9,999)	20,507	38,675	39,134	40,103	43,029	38,407	39,027	39,713	40,168	40,603
רווח מפעיל לאחר מס	–	3,921	4,124	4,670	4,759	4,849	4,940	5,034	5,129	5,226	5,324	5,425	5,528	5,632
תזרים להיוון	–	3,921	32,796	(5,329)	25,265	43,523	44,074	45,137	48,157	43,632	44,352	45,138	45,695	46,235
תקופה להיוון	0.25	1.00	2.00	3.00	4.00	5.00	6.00	7.00	8.00	9.00	10.00	11.00	12.00	13.00
תזרים מהוון	–	3,495	26,053	(3,773)	15,944	24,481	22,096	20,168	19,179	15,488	14,032	12,728	11,484	10,357

שנת 2028 כוללת פירעון מלא של הלוואת

ה-EBF, נטו ממשיכת הלוואת מזני

אלפי ש"ח	2040	2041	2042	2043	2044	2045	2046	2047	2048	2049	2050	2051	30.05.51
הכנסות	396,856	406,573	416,584	426,896	437,520	448,466	459,744	448,941	460,490	472,395	484,667	455,149	–
הוצאות תפעוליות	(257,646)	(263,727)	(269,964)	(276,361)	(282,923)	(289,655)	(296,560)	(303,645)	(310,914)	(326,208)	(334,009)	(311,762)	–
EBITDA	139,210	142,847	146,620	150,535	154,597	158,812	163,183	145,296	149,576	146,186	150,658	143,387	–
תשלומי ריבית ועמלות	(36,992)	(35,047)	(32,867)	(30,328)	(27,475)	(24,055)	(20,239)	(16,114)	(12,403)	(8,276)	(4,091)	–	–
רווח לפני מס	102,218	107,800	113,753	120,207	127,123	134,757	142,944	129,182	137,174	137,910	146,567	143,387	–
הוצאות מס	(13,142)	(14,622)	(16,184)	(17,856)	(19,629)	(21,561)	(23,611)	(20,617)	(22,672)	(23,056)	(25,105)	(24,374)	–
רווח תפעולי לאחר מס	89,076	93,178	97,569	102,351	107,494	113,196	119,333	108,565	114,501	114,854	121,462	119,014	–
התאמות לתזרים מזומנים													
שינויים בהון חוזר	(1,780)	(1,955)	(2,032)	(2,086)	(2,162)	(13,669)	(8,177)	(7,503)	(253)	3,950	54,137	(1,394)	26,224
השקעות בקיזוז מענקים	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–
תנועות בקרן ההלוואות	(45,818)	(49,322)	(53,093)	(57,242)	(61,732)	(66,778)	(72,240)	(69,007)	(71,911)	(65,941)	(56,635)	–	–
מזומנים י.פ.	7,681	7,826	7,974	8,125	8,279	8,435	8,594	8,757	8,922	9,091	9,263	9,438	(0)
מזומנים י.ס.	7,826	7,974	8,125	8,279	8,435	8,594	8,757	8,922	9,091	9,263	9,438	(0)	–
תזרים פנוי לבעלים	41,333	41,753	42,293	42,870	43,444	32,589	38,753	31,890	42,169	52,690	118,788	127,057	26,224
רווח מפעיל לאחר מס	5,738	5,847	5,957	6,070	6,185	6,302	6,421	6,542	6,666	6,792	6,920	6,345	–
תזרים להיוון	47,072	47,600	48,250	48,940	49,629	38,890	45,174	38,432	48,835	59,482	125,708	133,403	26,224
תקופה להיוון	14.00	15.00	16.00	17.00	18.00	19.00	20.00	21.00	22.00	23.00	24.00	24.71	24.93
תזרים מהוון	9,398	8,470	7,653	6,918	6,253	4,367	4,522	3,429	3,883	4,215	7,940	7,768	1,488

שווי תזרים מהוון לבעלים (100%) 268,035

התאמות מאזניות* 52,543

שווי סמארט וויסט 320,578

שווי ל-BlueGen Waste (50%) 160,289

כפי שניתן לראות, שווי סמארט וויסט נאמד בכ-320 מיליוני ש"ח כאשר חלקה של BlueGen Waste במתקן עומד על 50%
 *התאמות מאזניות - על מנת להגיע לשווי, ביצענו התאמה בגין פערים מאזניים אשר לא קיבלו ביטוי במודל הפיננסי של המתקן. פערים אלו
 נבעו בעיקר מסעיפים כמו מזומן, הון חוזר והלוואות.

ביאור 2 – שווי פרויקט דיה בע"מ

בהתאם לכך, הגענו לכלל מסקנה כי שווי דקל דיה בע"מ עומד על כ-99 מיליוני ש"ח.

יש לציין כי הערכת השווי של ה-EPC נעשתה במסגרת חטיבת ההקמות ו-EPC

פרויקט דיה שהינו כאמור מתקן טיפול בפסולת אורגנית, התחיל הקמה בתחילת 2025. נכון ליום הערכת השווי שיעור ההתקדמות עומד על כ-45% והמתקן צפוי להתחיל הפעלה מסחרית ברבעון השלישי של שנת 2027. שווי חברה זו מורכב מתזרימי המזומנים של הזכיון וקבלן ההקמה, והכל בהתבסס על המודלים הפיננסיים של החברה.

❖ שנות התחזית – מיום ה-1 באפריל, 2026 עד ליום 30 בספטמבר, 2052 בהתאם לתחזית חברת הזכיון.

❖ שיעור היוון – שיעור היוון (Ke) משוקלל של הזכיון והמפעיל הינו כ-12.75%.

❖ הכנסות – דמי הקליטה שהונחו הינם בהתאם לסיכום עם המועצה ולמחירי השוק המקובלים עבור פסולת אורגנית, עם שיעורי צמיחה נורמטיביים וכן משקפים את רשת הביטחון הקיימת בהסכם הזיכיון.

❖ הוצאות – מבנה ההוצאות של הפרויקט כולל הוצאות קבועות, המורכבות בעיקר מעלויות שכר ותחזוקה; תשלומים למועצה אזורית אשכול; עלויות ה-SPC, הכוללות בין היתר הוצאות הנהלה וכלליות וביטוח; הוצאות משתנות בגין רכישת חשמל; עלויות הטמנה וכן תשלומים למפעיל.

❖ מענקי הקמה ותפעול – מבוססים במלואם על הסכם הזיכיון.

❖ עלות הקמה (CapEx) – עלויות ההקמה בפרויקט (לפי תקציב) צפויות לעמוד על סכום של כ-415 מיליוני ש"ח.

❖ חוב בכיר – משיכות ופירעונות בהתאם להסכם המימון החתום.

להלן מוצגת תחזית תזרים המזומנים של פרויקט דיה, באלפי ש"ח:

אלפי ש"ח	2026 Q2-Q4	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	2037	2038	2039
הכנסות	–	19,861	98,986	101,243	103,557	105,931	108,364	110,859	113,418	97,120	99,632	102,211	104,859	107,578
% שינוי	–	–	–	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%	-14.4%	2.6%	2.6%	2.6%	2.6%
עלויות תפעול	(1,258)	(16,556)	(62,330)	(63,421)	(64,391)	(65,597)	(66,826)	(68,076)	(66,641)	(60,762)	(61,902)	(63,061)	(64,244)	(65,448)
תזרים מזומנים תפעולי	(1,258)	3,305	36,656	37,822	39,166	40,334	41,538	42,783	46,777	36,358	37,730	39,150	40,615	42,130
שיעור רווח תפעולי	–	16.6%	37.0%	37.4%	37.8%	38.1%	38.3%	38.6%	41.2%	37.4%	37.9%	38.3%	38.7%	39.2%
הוצאות מס	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–
תזרים מזומנים תפעולי נקי ממס	(1,258)	3,305	36,656	37,822	39,166	40,334	41,538	42,783	46,777	36,358	37,730	39,150	40,615	42,130
הפקדות ומשיכות לקרן MRA	–	–	–	–	(1,256)	(5,023)	(5,023)	11,302	–	–	–	(1,432)	(5,726)	(5,726)
עלויות הקמה	(166,096)	(83,473)	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–
הוצאות הטמנה נוספות	–	–	–	–	–	–	–	(16,325)	–	–	–	–	–	–
מענקים	62,568	33,888	27,203	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–
שינויים בהון חוזר	–	(5,574)	(195)	(201)	(208)	(214)	(221)	(228)	(1,538)	(128)	(273)	(281)	(290)	(299)
שינוי ביתרת מזומנים	(0)	(5,070)	1,827	(61)	(62)	(64)	(65)	(66)	(67)	(69)	(70)	(71)	(73)	(74)
תזרים מזומנים לפני מימון	(104,787)	(56,925)	65,491	37,559	37,640	35,033	36,229	37,466	45,171	36,161	37,388	37,366	34,527	36,031
משיכת חוב בכיר	175,535	102,938	–	17,453	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–
החזר קרן חוב בכיר	(62,568)	(31,888)	(37,024)	(10,635)	(11,730)	(11,267)	(11,628)	(12,002)	(16,910)	(11,620)	(12,768)	(13,235)	(11,786)	(13,186)
החזר ריבית חוב בכיר	(8,180)	(14,125)	(15,819)	(13,732)	(14,101)	(13,783)	(13,508)	(13,135)	(12,708)	(12,099)	(11,755)	(11,275)	(10,866)	(10,451)
תזרים פנוי לחלוקת דיבדנדים לבעלי המניות	–	–	12,649	30,645	11,809	9,984	11,093	12,328	15,553	12,441	12,864	12,856	11,874	12,393
רווח מפעיל	–	1,143	4,621	4,701	4,783	4,867	4,953	5,039	4,962	4,654	4,735	4,817	4,901	4,987
סך תזרים להיוון	–	1,143	17,269	35,346	16,592	14,851	16,045	17,368	20,515	17,095	17,599	17,673	16,776	17,380
תקופה להיוון	0.25	1.00	2.00	3.00	4.00	5.00	6.00	7.00	8.00	9.00	10.00	11.00	12.00	13.00
תזרים מהיוון	–	1,014	13,585	24,663	10,268	8,152	7,812	7,500	7,857	5,807	5,303	4,723	3,976	3,654

להלן מוצגת המשך תחזית תזרים המזומנים של פרויקט דיה, באלפי ש"ח:

אלפי ש"ח	2040	2041	2042	2043	2044	2045	2046	2047	2048	2049	2050	2051	2052
הכנסות	110,370	113,236	116,179	119,201	122,304	125,490	128,762	126,125	111,132	114,213	117,380	120,637	92,882
% שינוי	2.6%	2.6%	2.6%	2.6%	2.6%	2.6%	2.6%	-2.0%	-11.9%	2.8%	2.8%	2.8%	-23.0%
עלויות תפעול	(66,677)	(67,927)	(69,201)	(70,500)	(71,824)	(73,172)	(74,545)	(75,206)	(74,361)	(75,756)	(77,179)	(78,143)	(59,600)
תזרים מזומנים תפעולי	43,693	45,309	46,978	48,701	50,480	52,319	54,217	50,919	36,771	38,456	40,201	42,495	33,282
שיעור רווח תפעולי	39.6%	40.0%	40.4%	40.9%	41.3%	41.7%	42.1%	40.4%	33.1%	33.7%	34.2%	35.2%	35.8%
הוצאות מס	–	–	(2,667)	(7,918)	(8,559)	(9,251)	(10,569)	(10,160)	(7,222)	(7,858)	(8,536)	(9,371)	(7,446)
תזרים מזומנים תפעולי נקי ממס	43,693	45,309	44,311	40,783	41,921	43,068	43,648	40,759	29,549	30,598	31,666	33,124	25,836
הפקדות ומשיכות לקרן MRA	12,885	–	(629)	(2,515)	(2,515)	5,660	–	–	–	–	–	–	–
עלויות הקמה	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–
הוצאות הטמנה נוספות	(18,611)	–	–	–	–	(8,175)	–	–	–	–	–	–	–
מענקים	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–
שינויים בהון חוזר	(308)	(317)	(327)	(337)	(347)	(358)	(368)	3,170	(324)	(335)	(346)	(357)	10,203
שינוי ביתרת מזומנים	(75)	(77)	(78)	(80)	(81)	(83)	(84)	(86)	(87)	(89)	(91)	(93)	4,989
תזרים מזומנים לפני מימון	37,583	44,915	43,277	37,851	38,978	40,112	43,196	43,843	29,138	30,174	31,229	32,674	41,028
משיכת חוב בכיר	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–
החזר קרן חוב בכיר	(14,671)	(20,153)	(19,951)	(17,159)	(18,625)	(20,226)	(23,205)	(24,737)	(16,105)	(17,575)	(19,139)	(15,670)	–
החזר ריבית חוב בכיר	(9,984)	(9,303)	(8,434)	(7,674)	(6,947)	(6,090)	(5,130)	(4,024)	(3,028)	(2,238)	(1,366)	(393)	(0)
תזרים פנוי לחלוקת דיבדנדים לבעלי המניות	12,928	15,459	14,892	13,018	13,406	13,796	14,860	15,083	10,004	10,361	10,724	16,611	41,028
רווח מפעיל	5,074	5,163	5,254	5,346	5,441	5,536	5,634	5,734	5,835	5,939	6,044	6,152	4,685
סך תזרים להיוון	18,002	20,622	20,146	18,364	18,846	19,333	20,494	20,816	15,839	16,299	16,768	22,763	45,713
תקופה להיוון	14.00	15.00	16.00	17.00	18.00	19.00	20.00	21.00	22.00	23.00	24.00	25.00	25.88
תזרים מהוון	3,357	3,411	2,955	2,389	2,175	1,979	1,861	1,676	1,131	1,033	942	1,134	2,051

סך תזרים מהוון	130,409
התאמות מאזניות	(31,018)
שווי דיה	99,391

- ❖ תקופת התזרים – שלוש וחצי שנות הקמה ו-25 שנות הפעלה, עד לשנת 2052.
- ❖ שיעור היוון (Ke) – שיעור של 13.5% לזכיין ו-10.75% לקבלן התפעול.
- ❖ קיבולת המתקן – כ-300 אלף טון פסולת עירונית בשנה.
- ❖ הכנסות – למתקן נאות חובב קיימים מספר ערוצי הכנסה עיקריים:
 - דמי קליטה בגין הפסולת שנכנסת למתקן המיון.
 - דמי קליטה בגין פסולת שנכנסת למתקן ההשבה.
 - הכנסות ממכירת אנרגיה.
 - מכירת פסולת למיחזור.
- ❖ הוצאות – כ-45% מהוצאות המתקן הינן הוצאות משתנות לרבות טיפול בפסולת אורגנית וטיפול באפר. בנוסף, ישנן עלויות תפעול ותחזוקה למתקנים השונים.
- ❖ עלות הקמה – עלויות ההקמה בפרויקט צפויות לעמוד על סכום של כ-1.5 מיליארד ש"ח.
- ❖ חוב בכיר והון עצמי – המודל הפיננסי מבוסס על יחס מינוף נורמטיבי, המשקף את התנאים הצפויים להיקבע בהסכם המימון המתגבש.

בהתאם לכך אנו בדעה כי שווי החזקות BlueGen Waste בנאות חובב הינו כ-58 מיליון ש"ח

ניתוח רגישות

להלן ניתוח רגישות המראה את שווי החזקות וויסט מנג'מנט במתקן ביחס לשינוי בשיעור היוון של המפעיל והזכיין:

שיעור היוון זכיין						
14.50%	14.00%	13.50%	13.00%	12.50%		
43,690	52,449	61,902	72,112	83,152	9.75%	שיעור היוון מפעיל
41,757	50,516	59,968	70,179	81,219	10.25%	
39,971	48,730	58,183	68,393	79,433	10.75%	
38,320	47,079	56,532	66,742	77,782	11.25%	
36,791	45,550	55,002	65,213	76,253	11.75%	

פעילות הזרוע בתחום קרקעות, בוצות ושונות נעשית באמצעות חברת דקל גרינסויל.

הנחות עבודה עיקריות

- ❖ תחזיות נומינליות – התחזיות שהתקבלו על ידי הנהלת החברה מוצגות בערכים נומינליים, עם הנחת עליית מדד. משכך, כלל התחזיות ששימשו לאמידת שווי השימוש, לרבות שיעור ההיוון (WACC), הינן בערכים נומינליים.
- ❖ שיעור המס – שיעור המס בתחזית תזרים המזומנים הינו 23%, שיעור מס החברות בישראל הידוע למועד ההערכה.
- ❖ שנות התחזית – מייצגות את התקופה מיום 1 באפריל, 2026 ועד ליום 31 בדצמבר, 2049 ואת השנה הטרמינלית.
- ❖ שיעור היוון (WACC) שחושב הינו 10.25% (במונחי Ke, הינו 11.5%).

הכנסות

כאמור, התחזית מכילה בתוכה את פעילות דקל גרינסויל אשר עוסקת בטיפול בקרקעות, בוצות ושונות. בהתאם לתחזית החברה, אשר דומה לתוצאות בפועל, כ-84% מהכנסות החברה מקורן בטיפול בקרקעות ובוצות, כ-12% מטיפול בקרקע חדשה וכל השאר קרקעות המזוהמות בתרכובות אורגניות נדיפות.

תחומי הגידול המרכזיים נובעים מפינוי קרקעות עתידי של מתחמים ומחנות שצה"ל/גופים ציבוריים ישבו בהם ומפנים אותם כמו תע"ש רמת השרון, מחנה בילו, תל השומר ואחרים, ופינוי אדמות של תעשיות מזהמות כמו מפרץ חיפה.

תחומי הגידול בבוצות נובע מהרחבת סוגי הבוצות בהן ניתן לטפל בשטחים. ישנן מספר תעשיות שהחברה בוחנת את יכולת הטיפול בבוצות שלהם כתוצאה מהוספת תהליכים כימיים וביולוגיים.

הוצאות

עלויות החברה מורכבות מעלויות טיפול בקרקעות, שכר ושכירות.

בהתאם לכך, הגענו לכלל מסקנה כי שווי קרקעות, בוצות ושונות נאמד בכ- 110 מיליון ש"ח.



סיכום

בהתבסס על עבודתנו והממצאים המפורטים בה אנו בדעה כי שווי זרוע הפסולת הינו כ-1,623 מילוני ש"ח, בהתאם חלקה של בלוג'ן הינו כ- 1,136 מיליוני ש"ח.

ניתוח רגישות

להלן ניתוח רגישות המראה את שווי החזקות החברה בזרוע הפסולת ביחס לשינוי של חצי אחוז בשיעורי היוון (אלפי ש"ח):

שינוי בשיעור היוון					100%
1.00%	0.50%	0.00%	-0.50%	-1.00%	
1,430,401	1,522,249	1,623,193	1,734,777	1,858,967	
1,001,281	1,065,574	1,136,235	1,214,344	1,301,277	חלק בלוג'ן (70%)

זרוע המים וה- EPC של בלוג'ן פועלת בסביבת ביצוע של פרויקטים בהיקפים עצומים עם פיילין משמעותי בתחומי תשתיות רחבים.

נכסי בלוג'ן בזרוע המים כוללים את מתקן ההתפלה בפלמחים, בו היא מחזיקה ב-51% מהזכויות במסגרת הסכם BOO ואשר מנוהל על ידי בהיותה השותף הכללי ("מתקן ההתפלה בפלמחים"), את מתקן ההתפלה באשדוד, אשר החל לפעול באופן מלא במהלך שנת 2025 לאחר השלמת עבודות שיפוץ ושדרוג, בו היא מחזיקה ב-50% מהזכויות במסגרת הסכם BOT ("מתקן ההתפלה באשדוד"), לרבות תחנת כוח המוקמת בחצרו, אשר להערכת בלוג'ן הפעלתה צפויה במהלך סוף שנת 2026, תחילת שנת 2027, וכן פועלת להקמת מתקן לטיפול במי תהום מזהמים באזור תעש רמת השרון. במסגרת פעילות חטיבת ה-EPC פועלת בלוג'ן לתכנון והקמה של מתקן להתפלת מי ים סבחה ד' בעיר אילת, וכן פועלת לתכנון, הקמה, תפעול ובעלות במתקני טיפול במים וטיהור שפכים, רובם בבעלות צדדים שלישיים, ומבצעת פרויקטים בסגמנטים שונים בתחום המים והשפכים במגוון רחב של תחומים ופעילויות ולמגוון רחב של לקוחות.

פעילות זרוע המים ו-EPC של בלוג'ן מתבצעת בשלושת המקטעים להלן:

1. פרויקטי תשתית לאומית בתחום המים - הקמות פרויקטים מורכבים בתחומי המים, השפכים והפסולת, הקמה של פרויקטי הזכינות של BlueGen ושל חברות הבנות שלה, לרבות תמיכה בפרויקטים, והקמת פרויקטים עבור צדדים שלישיים.
2. פעילות זכינות מים - פרויקטי התפלת מי ים וטיפול במי תהום, אשר הקמתם ותפעולם נעשים במתווה זכינות, במסגרתו בלוג'ן מקימה, מממנת ומתפעלת את הפרויקט במהלך תקופת הזיכיון, כאשר בתום התקופה הפרויקט חוזר לבעלות המדינה (בפרויקטי BOT או DBOT) או נשאר בבעלות בלוג'ן, אשר רשאית להמשיך ולתפעלו באופן פרטי (בפרויקטי BOO).
3. מקטע פעילות תפעול מתקני מים ושפכים (O&M) – מתקני טיפול במים וטיהור שפכים, אשר ייזומם, הקמתם, תפעולם והבעלות עליהם, הינם מכוח זיכיונות BOT, וכן מתקני טיפול במים וטיהור שפכים, בבעלות צדדים שלישיים, אשר תפעולם נעשה על ידי בלוג'ן מכוח הסכמי תפעול והן באמצעות פרויקטים שונים של תכנון והקמת מתקנים, בעיקר בישראל.

נכון למועד הדוח עומד צבר ההזמנות החתום של חטיבת ה-EPC, הנדסה ותשתיות על כ-1.7 מיליארד ש"ח.

פרויקטי תשתית לאומית בתחום המים

פלמחים

מתקן התפלת מי ים בפלמחים, אחד ממתקני היצור הוותיקים והאסטרטגיים בישראל, בעל קיבולת ייצור מקסימלית של 105 מלמ"ק, מייצר בפועל, לפי תנאי הזיכיון, כ- 90 מלמ"ק בשנה. המתקן הוקם ב- 2007 בהספק של 30 מלמ"ק לשנה, ומאז בוצעו שתי הרחבות נוספות עד להגעה לכמות הנוכחית. המתקן ממוקם בפארק תעשיות פלמחים על גבי קרקע בבעלות חברת IES. תקן מוחזק על-ידי "שותפות פלמחים", בבעלות קבוצת בלוג'ן (51%) וחברות בקבוצת מגדל (49%). השותף הכללי הינו חברה בת בבעלות מלאה של בלוג'ן. הרכישה הושלמה ב- 2020 בתמורה ל- 380 מיליון ש"ח.

הכנסות שותפות פלמחים ב- 2025 עמדו על כ- 273 מיליון ש"ח (לפי מודל רכוש קבוע ולא לפי מודל נכס פיננסי).

הסכם הזיכיון (מסוג BOO) מגדיר הכנסה קבועה למפעיל המתקן (Take or Pay), הנגזרת מתעריפים קבועים לכמות המיוצרת (כ- 90 מלמ"ק בשנה), לצד הכנסות משתנות מייצור מים. עשויות להיות הכנסות נוספות שמקורן בהסדרי צריכה בתחום החשמל (הסדר להשלט הספק בזמני ביקוש ע"פ בקשת מנהל המערכת, בתמורה להכנסה בתעריף מובטח) וכן ייצור כמויות נוספות של מים מותפלים לפי הזמנת המדינה.

כמענה לצרכי משק המים, המתקן התרחב משמעותית בתוך פחות מ- 8 שנים, מ- 1 מלמ"ק לדונם ל- 3 מלמ"ק לדונם, והפכה אותו ליעיל ביותר בישראל ביחס בין שטח לתפוקה, תוך התייעלות תפעולית משמעותית. בין היתר, המתקן הוכרז כאחד מעשרת מתקני ההתפלה המובילים בעולם

על ידי Water Desalination Report.

מועד סיום הזיכיון הינו כאמור ה- 28 באפריל, 2029, בהסכם במתכונת BOO לפיו המתקן נשאר בבעלות הזכיון (הבעלים) ולא חוזר למדינה. להרחבה ראו בהמשך.

ביום ה- 2 ביולי, 2025 נחתם מזכר הבנות לא מחייב בין חברת IES החזקות בע"מ לבין חברת בלוג'ן, במסגרתו סוכם על שיתוף פעולה אסטרטגי לקראת תום תקופת הזיכיון של מתקן ההתפלה בפלמחים, הצפוי להסתיים באפריל 2029. בהתאם להבנות, IES תרכוש 50% מהזכויות במתקן לפי שוויו בספרי הקרן ליום 31 בדצמבר, 2024, בתוספת פרמיה מוסכמת של 21 מיליון ש"ח – המשקפת כ- 15% מעל שווי המתקן ליום 31 במרץ, 2025. העסקה כפופה למספר תנאים מתלים, לרבות חתימה על הסכם מפורט עד 30 בספטמבר, 2026, קבלת אישורים רגולטוריים, והסכמות עם המדינה על הארכת הזיכיון. עד לתום תקופת הזיכיון הנוכחית, בלוג'ן תמשיך להחזיק בשליטה במתקן בהתאם. בנוסף, סוכם כי פרויקט שדרוג המתקן יבוצע על ידי בלוג'ן באופן בלעדי וכי יעודכן הסכם השכירות ויועלו דמי השכירות בכפוף לסגירה פיננסית של הפרויקט. העסקה מהווה מהלך מהותי לחיזוק מעמדו של המתקן במשק המים הישראלי ולהתאמתו לצרכים העתידיים של המדינה.

מזכר ההבנות עם בעל הקרקע הוארך לרבעון נוסף אשר במסגרתו פועלים הגופים יחד להגעה להסדר להארכת הזיכיון לתקופה נוספת מול המדינה.

להרחבה אודות פוטנציאל ההתרחבות בשוק ומצוקת המים בחו"ל ראו נספח הסביבה העסקית.

אשדוד

בחודש אוגוסט 2022 השלימה בלוג'ן באמצעות שותפות מוגבלת ("שותפות אשדוד") בה היא מחזיקה ב-50% (שפיר מחזיקה ב-50% הנוספים) את רכישת חברות הזכיון ("זכיון ההתפלה") והמפעיל של מתקן ההתפלה באשדוד מחברת מקורות. מתקן ההתפלה באשדוד הינו בעל קיבולת ייצור מקסימלית של 140 מלמ"ק, וייצור בפועל של 100 מלמ"ק בשנה, על פי תנאי הזיכיון במקור עד לשנת 2038 (ראו פירוט על עדכון תקופת הזיכיון בהמשך סעיף זה). כחלק מתהליך השדרוג כאמור, הוחלף מערך הטיפול המקדים במים הנשאבים מהים ומערכות הבקרה שלו וכן הוקם מערך הנעה ישירה שמוביל לחסכון בעלויות האנרגיה. עם סיום השדרוג, חל שיפור ניכר ביעילות מתקן ההתפלה באשדוד. בהסכם הזיכיון נקבע מראש תעריף רכישה של 2.4 ש"ח למ"ק (צמוד לסל מדדים שנקבע בהסכם הזיכיון) המחולק לתשלום קבוע ומשתנה למ"ק שסופק בפועל למדינה.

במסגרת הליך הרכישה ובמסגרת ביצוע עבודות השדרוג, בלוג'ן הטמיעה תהליכים הנדסיים וטכנולוגיות חדשניות בתחום ההתפלה, אשר הביאו את המתקן לעמוד בביצועים הנדרשים על-ידי משק המים.

נכון ליום 30 ליוני 2026, מתקן ההתפלה באשדוד פעיל. המפעל מייצר כמויות שעתיות שנעות בין 8,500 מק"ש ל-12,000 מק"ש. המפעל עומד ביעדי איכות המים וביעדי האנרגיה הסגולית תוך שימוש במערך מנועי ההנעה הישירה שנבנו כחלק משדרוג המתקן.

בנוסף, החברה מקימה (באמצעות חברה המוחזקת בחלקים שווים על ידי החברה ושפיר) תחנת כוח בחצר המתקן ("חברת תחנת הכוח"), שתספק, בין היתר, את כלל צרכי האנרגיה של מתקן ההתפלה באשדוד, ואשר צפויה להוזיל משמעותית את עלויות האנרגיה שלו, כאשר עודפי ייצור האנרגיה של תחנת הכוח ישמשו כזמינות למנהל המערכת וימכרו לרשת החשמל, הכל על פי תנאי המכרז לרכישת המתקן.

ביום 31 בדצמבר, 2024 התקבל היתר הבנייה להקמת תחנת הכוח, אשר הקמתה צפויה להסתיים, להערכת החברה, לקראת סוף שנת 2026, תחילת שנת 2027.

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

מתקן ההתפלה באשדוד, אשר החל לאחרונה הפעלה מסחרית מלאה, נמצא בשלב ה-Ramp-up ונמצא במגמה חיובית של טיפול בתקלות תפעול מנועי ה-DD וטיפול בנזילות, תוך כדי הגעה לאחוזי ייצור נדרשים. החברה צופה כי לקראת הרבעון הרביעי לשנת 2026 המתקן יגיע ליעדיו. הרצת מתקן הפחמן דו חמצני מתוכננת לסוף חודש אוגוסט.

ההשקעות הנוספות שבוצעו במתקן ההתפלה, השיפור ביעילות המתקן כבר החל משנת 2025, בשילוב הארכת תקופת הזיכיון כאמור ל-19 שנים (חלף 13 שנים לפני תיקון ההסכם) יבטיחו את המשך פעילות המתקן עבור משק המים הישראלי לשש שנים נוספות, וייצרו נראות תזרימית גבוהה עבור החברה לשנים הבאות. לאור כל האמור, התזרים התפעולי הממוצע (לפני מס) של מתקן ההתפלה בשנת הארכת זיכיון אחת, בניכוי התזרים שנובע מקיצור תקופת הזיכיון של תחנת הכוח, צפוי לעמוד על כ-220-240 מיליון ש"ח בשנה. בכוונת השותפות לפעול למיצוי תזרימי המזומנים הנובעים מהארכת תקופת הזיכיון בתקופה הקרובה.

הרחבות קבועות של מתקני התפלה קיימים - ביולי 2025 פנתה רשות המים למתקני ההתפלה הקיימים והציגה את הצורך בהגדלת היצע המים לאור מחסור חמור במשק המים ואת מגבלות הזמנים להקמת מתקני התפלה חדשים. הרשות הודיעה כי היא בוחנת את האפשרות להרחיב חלק ממתקני ההתפלה הקיימים בשני שלבים:

הרחבה מהירה ללא שינוי מהותי בתשתיות.

הרחבה משמעותית המחייבת הרחבת מערכי RO (אוסמוזה הפוכה) נוספים, תשתיות בינוי וחשמל.

לעניין מתקן ההתפלה באשדוד, התשתית הקיימת של המתקן מאפשרת הרחבה מיידית של עד 50 מיליון קוב מבלי לבצע השקעות משמעותיות ותוך שימוש בתשתית הקיימת של המתקן.

במסגרת תוכנית האב של רשות המים נקבע כי יעד היקף כמות המים המותפלים לשנת 2030 הינו 1.2 מיליארד מ"ק לשנה.

על מנת לעמוד ביעד זה ועל מנת לייעל את מלוא פוטנציאל הייצור מהמתקנים הקיימים פנתה רשות המים למתקני ההתפלה בשיטת RFI להגשת תוכניות ואסמכתאות על פוטנציאל הגדלת היקף הייצור השנתי של כל מתקן.

למעשה בשיטה זאת מקדמת רשות המים בחינה של הגדלת כמות המים המותפלים בזמן הקצר ביותר תוך שימוש בתשתיות הקיימות ובעלות הטכנו-כלכלית הגבוהה ביותר.

בהתאם מתקן התפלה אשדוד ומתקן התפלה פלמחים נערכים לתת מענה לנ"ל.

חטיבת ה-EPC

תחום הפרויקטים מתמחה בתכנון והקמת מתקני טיפול במים ושפכים, מתכנן ומקים מתקנים תהליכיים לטיפול במים ובשפכים בשילוב טכנולוגיות ממברנליות, פיזיקו-כימיות וביולוגיות. תחום זה זכה בנתח ניכר מכלל הפרויקטים בישראל לצד פעילותו גם בעולם. בין יתר הפרויקטים שהחטיבה ביצעה ניתן למצוא את ההקמה של מתקן קולחין וייצור מים בתחנת הכוח אלון תבור (MRC), הקמה של מתקן התפלת מי ים בטאיוואן, הקמה של מתקן טיפול בשפכים במתקן הפסולת סמארט וויסט, הקמה של מתקן טיפול בשפכים של מחלבת ARLA באנגליה ועוד.

בנוסף, בחודש אוקטובר 2023 התקשרה בלוג'ן, באמצעות חברה בת, עם חברה בישראל בפרויקט DBO להקמת מתקן טיפול במים ותפעול בפרויקט שיקום מי תהום באתר תעשיות אלקטרו-כימיות לשעבר. חלק ראשון בהקמה הסתיים ועבר את המבחנים הדרושים. יתר שלבי התהליך ותפעול הפרויקט יהיו למשך תקופה של כ-20 שנים.

ביום 28 ביולי, 2025 הודיעה ועדת המכרזים של מקורות לחברה על זכייתה במכרז לתכנון וביצוע של מתקן ההתפלה סבחה ד' בעיר אילת. הצעתה של החברה במכרז עמדה על סך של כ-425 מיליון ש"ח (בתוספת מע"מ), אשר ישולמו על פני תקופה של 3.5 שנים ממועד החתימה על ההסכם ועד למסירת המתקן, בהתאם לאבני דרך שנקבעו במכרז.

זכייתה במכרז כוללת עבודות תכנון, רכש, הקמה, הרצה ומסירה למקורות של מתקן סבחה ד' להתפלת מי ים בקיבולת של כ-20 מיליון מ"ק מים מותפלים לשנה ומתקן לטיפול בתשטיפים של כלל מתקני סבחה, וכן תקופת בדיק של 36 חודשים ממועד הפעלת המתקנים. יצוין, כי במסגרת המכרז נקבעו מספר תנאים מתלים אשר אינם מהותיים טרם חתימה על הסכם התכנון והביצוע.

העבודות החלו בנובמבר 2025, עתידות להסתיים בנובמבר 2028 ומסירה במאי 2029.

תפעול מתקני מים

פעילות בלוג'ן בתחום המים והשפכים כוללת תכנון, הקמה ותפעול של מתקני התפלה, טיהור וטיפול במים ובשפכים בישראל ובחו"ל, לצד פתרונות לטיוב מי בארות ומים לתעשייה. החטיבה פועלת כ־One Stop Shop ומספקת פתרונות מקצה לקצה לטיפול במים ושפכים עבור מגוון תעשיות, תוך שימוש בטכנולוגיות מתקדמות, ובהן טכנולוגיית MBBR לטיפול ביולוגי בשפכים. במהלך השנה האחרונה יושמה תוכנית התייעלות שהפחיתה את העלויות הקבועות בכ־9.5 מיליון ש"ח בשנה, שיפור שאפשר לחטיבה לחזק את כושר התחרות שלה ולהציג תוצאות עסקיות טובות יותר. פעילות החטיבה מתחלקת לשני תחומים עיקריים: תחום התפעול בישראל, הכולל שירותי תפעול ותחזוקה למתקני מים ושפכים בבעלות צדדים שלישיים, ותחום הפרויקטים בישראל ובחו"ל, הכולל תכנון, ניהול והקמת פרויקטים עד למסירתם ללקוח. תחום זה כולל גם את פעילות אקווייז, אשר נרכשה ומוזגה במלואה לתוך החטיבה.

ניתן לחלק את מרבית המתקנים אותם מקימה ומפעילה חטיבת המים והשפכים לקטגוריות הבאות: טיהור שפכים מוניציפאליים, טיהור שפכים תעשייתיים, טיפול במים לתעשייה וטיפול במי ים ומי בארות.

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

א. טיהור שפכים מוניציפאליים ותעשייתיים - במדינת ישראל נוצרים מדי שנה שפכים בכמות הנגזרת מכמות המים הנצרכת. בשנת 2024 טופלו במט"שים כ-585 מלמ"ק שפכים. רובם המוחלט של השפכים עוברים טיהור ברמות שונות של השבה (טיפול ראשוני, שניוני, שלישוני ועוד) במט"שים (הממוקמים, בדרך כלל, בסמוך לכל עיר או לכמה ערים יחד), באופן שברוב השפכים המטופלים נעשה שימוש חוזר, בעיקר לצורך השקיה חקלאית (קולחים). כמו כן, יצוין, כי מט"שים קיימים צפויים לעבור שדרוגים לשיפור רמות ההשבה כאמור (כדוגמת מט"ש עכו). שיעור השבת הקולחים בישראל הוא מהגבוהים בעולם. כיום שפכים תעשייתיים מטופלים בישראל בהתאם לכללי שפכי תעשייה ותנאים ברישיון העסק.

חלק ניכר מהשפכים מטופלים כיום במתקנים ייעודיים במפעלים או מוזרמים לאחר טיפול ראשוני למערכת הביוב. בשנת 2025 טיפלה בלוג'ן במתקניה השונים בסך של כ-48.9 מלמ"ק, גידול של כ-0.6% לעומת שנת 2024, בה טיפלה בלוג'ן בכ-48.6 מלמ"ק. החברה מחזיקה בטכנולוגיות מבוססות פטנט אשר מיושמות כבר במאות אתרים תעשייתיים ברחבי העולם וכוללות בין השאר תאגידים גלובליים כמו קוקה קולה, ארלה, יוניליוור, מול, נסטלה וטבע.

יש צפי להקמה של מתקני מחזור שפכים כמו מתקן בלוג'ן בבז"ן לצורך צמצום צריכת מים ויישום כלכלה מעגלית. רוב המט"שים מתופעלים על ידי צוותים ייעודיים מפעליים אך יש צפי למעבר לחוזי תפעול. החברה מפעילה היום מערכות טיפול באלביט, פאדאגיס, ברום רמת חובב.

ב. טיהור מי בארות - רשות המים מעודדת המשך הפקת מים מקידוחים שנפסלו לשתייה באמצעות מנגנון תמרוץ כלכלי, במטרה לשמר את יכולת ההפקה מהאקוויפר. במסגרת זו מחזיקה בלוג'ן בשיעור של 50% במתקן ההתפלה בכפר מסריק המטפל בכ-6 מלמ"ק מים בשנה. בשנת 2024 הגישה החברה תוכנית להרחבת המתקן, אשר צפויה להגדיל את היקף הטיפול לכ-7.3 מלמ"ק בשנה ולהאריך את צו הרכישה ב-25 שנים נוספות. הגידול בכמויות המטופלות צפוי לקזז את השפעת הירידה בתעריף ולהבטיח המשך תרומה יציבה של המתקן לתוצאות הפעילות.

ג. מים לתעשייה - תהליכי ייצור רבים בתעשייה (כגון: תחנות כוח, מפעלי מזון, פארמה ופטרוכימיה) דורשים מים באיכויות הגבוהות באופן משמעותי מאיכויות מי שתייה (הנקראים "מי תהליך" או "מים לתעשייה"). בתחום זה המים מטופלים על ידי מספר מערכות טיוב בהתאם לדרישת התעשייה הרלוונטית. יצוין, כי בתחום המים לתעשייה ישנה מגמת קיטון לאור צמצום מפעלי התעשייה בישראל ובימים אלה בלוג'ן מקימה ומשדרגת מתקני טיפול במים, כגון מתקנים בתחנות כוח כדוגמת אורות רבין, חגית, צומת אנרגיה, פאוורג'ן רמת גביראל ופאוורג'ן אלון תבור, ונמצאת בשלב מבחני הקבלה ב-MRC.

נכון למועד הדוח, מעניקה בלוג'ן שירותי תפעול לכ-233 מתקנים שונים כאמור לעיל (לא כולל מט"שים בבעלותה או בזיכיון של בלוג'ן).

ככלל, התקשרות למתן שירותי תפעול ואחזקה למתקנים כאמור כוללת את תקופת ההתקשרות (שהינה, בדרך כלל, בין שנתיים לחמש שנים עם אופציה לתקופה נוספת ועם זכות למזמין לסיים את ההסכם במקרים מסוימים), התמורה הנגזרת מתעריף קבוע ל-1 מ"ק או עלות חודשית קבועה, וכן אחריות הקבלן לנזק סביבתי ולעובדים.

הכנסות הקבוצה מסעיף השירותים הסתכמו בשנת 2025 בכ-123.4 מיליון ש"ח (לעומת כ-122.2 מיליון ש"ח בשנת 2024).

פעילות הכימיקלים

חטיבת הכימיקלים לתעשייה בבלוג'ן עוסקת בתחום הכימיקלים המיוחדים לתעשייה ומתמקדת בתחומי התמחות בעלי חסמי כניסה גבוהים. החטיבה מספקת ללקוחותיה פתרון מקיף הכולל שירותי ייצור, ייעוץ טכני, ייבוא, שירותי מעבדה ופתרונות לוגיסטיים.

פעילות הכימיקלים נמצאת בתנופת צמיחה משמעותית לצד עלייה בשיעורי הרווח והרחבת קהל הלקוחות בדגש על הסקטור הביטחוני שפעילותו התעצמה בעקבות המצב הביטחוני והשפיעה בעקיפין על הביקושים למוצרי החברה.

לחטיבת הכימיקלים מפעל באתר עבו דרום, אשר פעילותו כוללת ייצור, מתקן לטיפול בשפכים תעשייתיים ומעבדות, ומרכז לוגיסטי בפתח תקווה.

בין לקוחותיה המובילים של חטיבת הכימיקלים לתעשייה ניתן למנות את התעשיות הביטחוניות, תחנות כוח, תעשיית המתכות והאלקטרוניקה, ועוד מגזרי תעשייה רבים.

הכנסות חטיבת הכימיקלים לשנת 2025 עמדו על כ-101 מיליון ש"ח.

הערכת שווי

להלן שווי החזקות בלוג'ן בזרוע המים ו-EPC:

נכס	ביאור	שווי	שיעור החזקה
זכיונות מים	א	370,553	50%-100%
EPC	ב	277,217	100%
תפעול	ג	124,237	100%
כימיקלים	ד	196,649	100%
כפר מסריק	ה	40,497	50%
חוב נטו והתאמות הון חוזר		6,114	
זרוע המים ו-EPC		1,015,267	

להלן שווי זכיינות המים:

נכס	ביאור	שווי	שיעור החזקה
דרך הים	1	152,721	51%
אשדוד	2	204,378	50%
פרכלורט		13,455	100%
זכיינות מים		370,553	

להלן טבלה המרכזת את סיכום הערכת השווי של חברת דרך הים התפלה (אחזקות) בע"מ:

אלפי ש"ח	שווי דרך הים	ביאור
דרך הים זכ"ן	211,717	א
דרך הים מפעיל	57,204	ב
התאמות מאזניות נוספות	(4,357)	ג
סה"כ שווי שותפות GESM	264,563	
חלקה של בלוג'	51%	
שווי לבלוג'	134,927	
שווי דמי הצלחה לשותף הכללי	17,440	
התחייבות GESM כלפי בלוג'	354	
סה"כ	152,721	

הנחות מרכזיות לעניין תחזיות הזכ"ן והמפעיל

- ❖ כאמור לעיל, מבנה ההכנסות מבוסס על חוזה זיכיון ל-90 מיליון קוב הכולל מנגנון Take or pay של מדינת ישראל.
- ❖ להכנסות הפרויקט קיים מנגנון הצמדות חוזי המייצר הגנה מפני אינפלציה ועליית מחירים.
- ❖ בהתאם לחוזה הזיכיון, היקף התקבולים לשנים 2027-2028 יורד.
- ❖ בשנת 2029 אין שירות חוב ולכן התזרים גבוה משמעותית.
- ❖ השונות בתזרימים בשנים 2026-2029 נובעת ממבנה הסכם הזיכיון ופירעון מרבית החוב עד לשנת 2028. בממוצע רב שנתי מדובר על תזרים פנוי של כ-23 מיליון ש"ח בשנה.

ביאור א – שווי דרך הים זכ"ן

הנחות עבודה עיקריות

- ❖ שיטת הערכה - פעילות זו הוערכה בשיטת היוון תזרימי המזומנים לבעלי המניות (FCFE).
- ❖ שנות התחזית – מייצגות את התקופה מיום 1 בינואר, 2026 ועד ליום 30 באפריל, 2029 (להלן: "תקופת התחזית"), בהתאם למועד סיום הזיכיון, וכן את תקופת השייר.
- ❖ תחזיות נומינליות - התחזיות שהתקבלו על ידי הנהלת החברה מוצגות בערכים נומינליים, עם הנחת עליית מדד. משכך, כלל התחזיות ששימשו לאמידת שווי השימוש, לרבות שיעור ההיוון הינן בערכים נומינליים.
- ❖ שיעור היוון – שיעור ההיוון לבעלים (Ke) שחושב הינו 6% לתקופת הזיכיון. בתקופת השייר עשינו שימוש בשיטת DCF והתזרימים התפעוליים הלא-ממונפים הונו בשיעור היוון תפעולי (WACC) של 8.6%.
- ❖ הערכת השווי של מתקן ההתפלה בפלמחים אינה מניחה הגדלת כמויות מעבר לכמות הקיימת (90 מיליון קוב). ככל שיוסכם על הרחבת המתקן, בדגש על תקופת הרישיון הבאה, עשויה להיות לכך השפעה חיובית משמעותית על שווי המתקן.

הכנסות

בהתאם להסכם הזיכיון של חברת הזכיון לבין מדינת ישראל, זכאית חברת הזכיון לקבל מהמדינה תשלום הנחלק לשני מרכיבים: תשלום קבוע, שישולם בתמורה להעמדת יכולת זמינה, ותשלום משתנה, שישולם עבור כמויות המים המותפלים שיסופקו למדינה בפועל. התשלום המשתנה מורכב ממספר רכיבים אשר צמודים כל אחד למדד אחר: רכיב אנרגיה, ממברנות, פילטרים, כימיקלים ושונות. הרכיב הקבוע מהווה כ-40% מהכנסות החברה על פני שנות התחזית והרכיב המשתנה מהווה כ-60% מההכנסות. הכמויות שנדרשו על-ידי המדינה בשנים 2024-2025 עמדו על 90 מלמ"ק.

הוצאות

ההוצאות התפעוליות של החברה מורכבות מעלויות קבועות ל-O&M, מעלויות משתנות (בעיקר אנרגיה) וקנסות. ההוצאות הנותרות מורכבות מהוצאות הנהלה וכלליות (שכירות קרקע ומשרדיות) וכן הוצאות ביטוח. הרכיב הקבוע מהווה כ-2% מהוצאות החברה על פני שנות התחזית וכן הרכיב המשתנה מהווה כ-98% מההוצאות.

הוצאות מס

נכון ליום 31 בדצמבר, 2025, לחברת הזכיון הפסדים להעברה בגובה של כ-32 מיליוני ש"ח.

התאמות לרווח

הרווח לאחר מס תואם בגין שינויים בהון חוזר (לקוחות, ספקים, חייבים וזכאים), בנוסף לא נדרשות השקעות הוניות (CAPEX) מעבר להוצאות התחזוקה הכלולות לעיל. יתרת הפתיחה של ההון החוזר הינה כ-25 מיליון ש"ח. תחזית ההון החוזר נלקחה בהתאם להנחות החברה ולמפתחות הבאים:

❖ ימי לקוחות – 60

❖ ימי ספקים – 60

ערך השייר

מועד סיום הזיכיון הינו כאמור ה- 28 באפריל, 2029, בהסכם במתכונת BOO לפיו המתקן נשאר בבעלות הזכיון (הבעלים) ולא חוזר למדינה. מאחר ומדובר בנכס תשתית לאומית חיוני, להערכת החברה צפוי בסבירות גבוהה מאוד מתקן ההתפלה בפלמחים להמשיך לפעול ולמכור מים מותפלים גם בטווח הארוך ולאחר תום תקופת הזיכיון הנוכחית. זאת, בהתחשב בין היתר במצבו התפעולי והתחזוקתי התקין של המתקן, לאור העלייה המתמדת בביקושים למים מותפלים בישראל והעובדה כי מרבית צריכת המים בישראל מבוססת על מים מותפלים (יעדי ההתפלה של מדינת ישראל לשנת 2030 כפולים מכמות היום), כאשר שיעורי הגידול באוכלוסייה לבדם מצריכים הקמת מתקני התפלה חדשים כל מספר שנים (לראיה, פעולות המדינה להגדלת היקף המים המותפלים באמצעות שני מתקני התפלה נוספים, זאת עוד לפני החתימה על הסכם המים עם ירדן שיצריך גידול נוסף בהיקף המים המותפלים בישראל). יצוין כי מתקן ההתפלה בפלמחים ממוקם על קרקע ייעודית עם תמ"א להתפלה אשר הינה אחת מתוך יתרת קרקעות מצומצמות ייעודיות להתפלה.

- ערך המתקן ליום זה, קרי ערך השייר, חושב לעמוד על כ-129 מיליוני ש"ח (שווי להיום), בהתאם להנחות הבאות שהתקבלו מהנהלת החברה:
- ❖ גודל מתקן - 90 מיליון קוב. ללא שינוי ביחס לגודל המתקן הנוכחי וזאת על אף קיומה של קרקע סמוכה המאפשרת הרחבה למתקן בגודל של עד 300 מיליון קוב.
 - ❖ תעריף המים יעמוד על כ-2.5 ש"ח למ"ק.
 - ❖ התאמת מחיר השכירות לתקופה שלאחר הסכם הזיכיון הקיים בהתאם למזכר ההבנות שנחתם עם בעל הקרקע.
 - ❖ השקעה נדרשת של כ-837 מיליוני ש"ח בשנים 2027-2029, לטובת שיפוץ משמעותי למתקן. הגידול בהשקעה ביחס להערכת שווי קודמת מיוחס לתוכנית המתקן אשר מתבססת על שיח עם המדינה לייצר מים בהתאם לסט דרישות שעלו מהמדינה.
 - ❖ תקופת הפעלה נוספת של 25 שנה, עד לשנת 2054.
 - ❖ כמו כן, נעשה שימוש בשיעור היוון משוקלל (WACC) של כ-8.6% ושיעור היוון (WACC) של כ-9.25% למפעיל.

ביאור 2 - זרוע המים ו-EPC

ביאור א 1 – זכיינות מים (דרך הים)

בהתבסס על ההערכות המפורטות לעיל ובהמשך הפרק, להלן מוצגת תחזית תזרים המזומנים לבעלים של פעילות הזכיון דרך הים (באלפי ש"ח):

בהתאם לזיכיון, בשנים 2027-2028 היקף ההכנסות יורד

הזיכיון הנוכחי מסתיים באפריל 2029

אלפי ש"ח	2029	2028	2027	2026
הכנסות				
הכנסות קבועות	32,639	102,261	104,997	111,098
הכנסות משתנות	41,020	141,533	151,692	186,951
סה"כ הכנסות	73,659	243,794	256,689	298,049
% שינוי	-69.8%	-5.0%	-13.9%	13.1%
עלות מכר				
עלויות תפעוליות קבועות	(1,146)	(3,637)	(3,570)	(750)
עלויות תפעוליות משתנות	(38,518)	(123,999)	(142,285)	(178,048)
סה"כ עלות מכר	(39,665)	(127,636)	(145,855)	(178,797)
% מההכנסות	53.8%	52.4%	56.8%	60.0%
רווח גולמי	33,995	116,158	110,834	119,252
שיעור רווח גולמי	46.2%	47.6%	43.2%	40.0%
הוצאות מכירה, הנהלה וכלליות	(7,521)	(15,661)	(15,153)	(15,333)
EBITDA	26,644	101,043	96,226	104,465
רווח תפעולי	26,474	100,498	95,681	103,919
שיעור רווח תפעולי	35.9%	41.2%	37.3%	34.9%
הוצאות מס	(2,064)	(11,778)	(9,777)	(2,735)
רווח לאחר מס	24,410	88,720	85,903	101,184
שינוי בהון חוזר ופקדונות פחת	25,556	(4,636)	1,727	3,886
החזרי ריבית על הלוואה	(94)	(1,482)	(4,113)	(6,809)
החזרי קרן הלוואה	(8,635)	(67,269)	(74,503)	(75,736)
תזרים מזומנים פנוי	41,406	15,879	9,560	23,071
% מההכנסות	56.2%	6.5%	3.7%	7.7%
מזומנים ושוי מזומנים י.פ.	1,500	1,500	1,500	2,010
סה"כ מזומנים	42,906	17,379	11,060	25,081
מזומנים ושוי מזומנים (מוגבל) י.ס.	—	1,500	1,500	1,500
תזרים לבעלי המניות	42,906	15,879	9,560	23,581
תקופה להיוון	2.66	2.00	1.00	0.25
תזרים מהוון	36,739	14,132	9,019	23,240
שווי תזרים מהוון לבעלים (100%)	83,131			

בהתאם לאמור, שווי הזכיון נאמד בכ-212 מיליוני ש"ח:

שווי תזרים מהוון לבעלים (100%)	83,131
ערך גרט	128,587
שווי הזכיון	211,717

ניתוח רגישות

להלן ניתוח רגישות המראה את ההשפעה של שינוי של כ-1% בשיעור ההיוון של תקופת הרישיון הנוכחית על שווי חברת הזכיון (באלפי ש"ח):

שיעור היוון				
4.00%	5.00%	6.00%	7.00%	8.00%
214,462	213,068	211,717	210,408	209,139

סיכום

בהתבסס על עבודתנו והממצאים המפורטים בה, הגענו לכלל מסקנה כי שווי חברת הזכיון עומד על כ-212 מיליוני ש"ח.

ביאור ב – שווי דרך הים מפעיל

הנחות עבודה עיקריות

- ❖ שנות התחזית – מייצגות את התקופה מיום 1 בינואר, 2026 ועד ליום 30 באפריל, 2029 (להלן: "תקופת התחזית"), בהתאם למועד סיום הסכם ההפעלה.
- ❖ תחזיות נומינליות - התחזיות שהתקבלו על ידי הנהלת החברה מוצגות בערכים נומינליים, עם הנחת עליית מדד. משכך, כלל התחזיות ששימשו לאמידת שווי השימוש, לרבות שיעור ההיוון הינן בערכים נומינליים.
- ❖ שיעור היוון (WACC) - כאמור לעיל, שיעור ההיוון שחושב הינו 9.25%.

הכנסות

הכנסות המפעיל משקפות למעשה את הוצאות התפעול והתחזוקה (O&M) של הזכיון, למעט הוצאות האנרגיה. הכנסות אלו מורכבות מרכיב קבוע ומרכיב משתנה, כאשר הרכיב המשתנה נגזר מהיקף ייצור המים בפועל.

הוצאות תפעוליות

ההוצאות התפעוליות של החברה מורכבות מהוצאות קבועות כמו שכר ותחזוקה וכן מהוצאות משתנות הדרושות לתהליך ההתפלה כמו אנרגיה וכימיקלים. בנוסף לחברה יש הוצאות קבועות ומשתנות בגין ממברנות כאשר הרכיב המשתנה נגזר מכמות המים המותפלים שמופקת במפעל. בשנים 2027-2028 צפויה פגיעה בהכנסות וברווחיות לאור ייצור עודף של 25 מלמ"ק למדינה ללא תמורה.

ביאור 2 - זרוע המים ו-EPC

ביאור א1 – זכיינות מים (דרך הים)

בהתבסס על ההערכות המפורטות לעיל ולהלן בהמשך הפרק, להלן מוצגת תחזית תזרים המזומנים לבעלים של פעילות מפעיל דרך הים (באלפי ש"ח):

בהתאם לזיכיון, בשנים 2027-2028 היקף ההכנסות יורד

הזיכיון הנוכחי מסתיים באפריל 2029

אלפי ש"ח	2029	2028	2027	2026
הכנסות	41,087	130,691	149,413	178,252
שיעור שינוי בהכנסות	-3.6%	-12.5%	-16.2%	-
הוצאות תפעוליות	(47,454)	(132,861)	(132,482)	(130,200)
% מההכנסות	115.5%	101.7%	88.7%	73.0%
רווח גולמי	(6,367)	(2,170)	16,930	48,051
שיעור רווח גולמי	-15.5%	-1.7%	11.3%	27.0%
הוצאות מכירה הנהלה וכלליות	(2,314)	(7,602)	(7,463)	(7,861)
EBITDA	5,069	(8,297)	10,941	41,665
רווח תפעולי	(8,681)	(9,772)	9,467	40,190
שיעור רווח תפעולי	-21.1%	-7.5%	6.3%	22.5%
הוצאות מס	-	-	(2,889)	(10,210)
רווח תפעולי לאחר מס	(8,681)	(9,772)	6,578	29,980
התאמות נוספות				
שינויים בהון חוזר	27,558	551	7,069	(12,054)
פחת	13,750	1,475	1,475	1,475
עמלות	(231)	(207)	(221)	(227)
תזרים מזומנים פנוי	32,395	(7,953)	14,900	19,174
% מההכנסות	78.8%	-6.1%	10.0%	10.8%
מזומנים ושוי מזומנים י.פ.	6,107	15,480	2,000	7,663
סה"כ מזומנים	38,501	7,527	16,900	26,837
מזומנים ושוי מזומנים (מוגבל) י.פ.	-	6,107	15,480	2,000
תזרים לבעלי המניות והלוואות בעלים	38,501	1,420	1,420	24,837
תקופה להיוון	2.66	2.00	1.00	0.25
תזרים מהוון	30,420	1,190	1,300	24,294
שווי תזרים מהוון לבעלים (100%)	57,204			

הוצאות מס – חושבו בהתאם למודל הפיננסי שהתקבל מהחברה

התאמות לרווח

הרווח לאחר מס תואם בגין שינויים בהון חוזר (לקוחות, ספקים, חייבים וזכאים), פחת והפחתות. יתרת הפתיחה של ההון החוזר הינה כ-31 מיליון ש"ח. תחזית ההון החוזר נלקחה בהתאם להנחות החברה ולמפתחות הבאים:

❖ ימי לקוחות – 60

❖ ימי ספקים – 45

ניתוח רגישות

להלן ניתוח רגישות המראה את ההשפעה של שינוי של כ-1% בשיעור ההיוון על שווי חברת המפעיל (באלפי ש"ח):

שיעור היוון				
11.25%	10.25%	9.25%	8.25%	7.25%
55,593	56,386	57,204	58,048	58,919

סיכום

בהתבסס על עבודתנו והממצאים המפורטים בה, הגענו לכלל מסקנה כי שווי חברת המפעיל עומד על כ-57 מיליוני ש"ח.

ביאור ג – התאמות מאזניות נוספות

מורכבות מהרכיבים הבאים:

- התאמות בין יתרות הפתיחה של ההון החוזר, המזומנים וההלוואות כפי שמופיעים במודל הפיננסי שהתקבל מהנהלת החברה ליום 31 בדצמבר 2025 לבין יתרות אלו במאזן המאוחד של דרך הים התפלה (אחזקות) בע"מ ליום זה.
- מאחר והתבססנו על דוחות כספיים של דרך הים אחזקות ליום 31 בדצמבר 2025, הורדנו את החלוקות שהיא ביצעה במהלך הרבעון הראשון של שנת 2026 למעלה לשותפות GESM.
- יתרות מאזניות נוספות של שותפות GESM סולו ל-31 במרץ, 2026.

סיכום

להלן ניתוח רגישות המראה את ההשפעה של שינוי של 1% בשיעורי ההיוון של המפעיל והזכיין בתקופת הרישיון הנוכחית על שווי אחזקות החברה בדרך הים (באלפי ש"ח):

שיעור היוון - זכיין						
8.00%	7.00%	6.00%	5.00%	4.00%		
152,281	152,928	153,596	154,285	154,996	7.25%	שיעור היוון - מפעיל
151,837	152,484	153,151	153,840	154,551	8.25%	
151,406	152,053	152,721	153,410	154,121	9.25%	
150,989	151,636	152,304	152,993	153,704	10.25%	
150,585	151,232	151,900	152,588	153,300	11.25%	

ביאור 2 - זרוע המים ו-EPC

ביאור 1 – זכיינות מים (דרך הים)

להלן תזרים מזומנים מאוחד של הזכייין והמפעיל לשנות הזיכיון הנוכחי כולל מספרי השוואה (באלפי ש"ח):

אלפי ש"ח	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
סה"כ הכנסות	264,889	272,987	276,243	298,049	256,689	243,794	73,659
עלות מכר והוצאות תפעוליות	(131,206)	(131,943)	(142,446)	(153,940)	(151,542)	(153,069)	(55,866)
EBITDA	135,703	143,064	135,817	146,129	107,168	92,746	31,712
רווח תפעולי	133,683	141,044	133,797	144,109	105,148	90,726	17,793
שיעור רווח תפעולי	50.5%	51.7%	48.4%	48.4%	41.0%	37.2%	24.2%

- ❖ שורת ההכנסות מייצגת את הכנסות הזכייין בלבד.
- ❖ ה-EBITDA והרווח התפעולי לשנות התחזית הם חיבור של התחזית של הזכייין והתחזית של המפעיל.
- ❖ ה-EBITDA והרווח התפעולי לשנים 2023-2025 הם על פי הדוח הכספי המאוחד של התחנה (לפני השפעות IFRS 16) ללא הוצאות פחת על המתקן על מנת לייצר השוואתיות עם התחזית.
- ❖ עלות המכר וההוצאות התפעוליות משקפות את הפער בין ההכנסות לבין הרווח התפעולי.

להלן טבלה המרכזת את סיכום הערכת השווי של ההון העצמי של חברות מתקן ההתפלה ותחנת הכוח באשדוד:

אלפי ש"ח	שווי אשדוד	ביאור
שווי אשדוד - התפלה ותחנת כוח (זכיון, O&M)	546,955	א
אחזקות בלוג'ן באשדוד	50%	
שווי לבלוג'ן	273,478	
התאמות מאזניות	(69,100)	ב
סה"כ	204,378	

ביאור א – שווי מתקן ההתפלה ותחנת הכוח

הנחות עבודה עיקריות:

- ❖ ישויות - הפרויקט באשדוד כולל את "שותפות הרכישה", המוחזקת 50/50 ביחד עם שפיר, אשר זו רכשה את חברת הזכיון ואת חברת קבלן התפעול מאת מקורות. כמו כן, הפרויקט כולל החזקה בקבלן ההקמה, קבלן התפעול וזכיון תחנת הכוח, אשר הינן חברות אחות של שותפות הרכישה, וגם הן מוחזקות 50/50. הערכת השווי המוצגת לעיל כוללת את כל הישויות האמורות ביחד פרט לקבלן אשר מוצג במסגרת חטיבת ההקמות ו-EPC. קבלן ההקמה אחראי גם על תהליך השיפוץ של מתקן ההתפלה וגם על הקמת תחנת הכוח.
- ❖ שיטת הערכה - פעילות זו הוערכה בשיטת היוון תזרימי המזומנים לבעלי המניות (FCFE).
- ❖ שנות התחזית - מייצגות את התקופה מיום 1 באפריל, 2026 ועד ליום 31 בדצמבר, 2044 (להלן: "תקופת התחזית"), בהתאם למועד סיום הזיכיון.

- ❖ תחזיות נומינליות - התחזיות שהתקבלו על ידי הנהלת החברה מוצגות בערכים נומינליים, עם הנחת עליית מדד. משכך, כלל התחזיות ששימשו לאמידת שווי השימוש, לרבות שיעור ההיוון (Ke), הינם בערכים נומינליים.
- ❖ שיעור היוון - כאמור לעיל, שיעור ההיוון לבעלים (Ke) שחושב הינו שיעור היוון משוקלל למתקן ההתפלה, לתחנת הכוח ולקבלן התפעול ועומד על כ- 13%.
- ❖ תחזית השקעות - בהתאם לתחזית מעודכנת שהתקבלה מהנהלת החברה, של היקף ההשקעות לצורך הקמת תחנת הכוח.
- ❖ שינויים בהון חוזר - תחזית ההון החוזר נלקחה בהתאם להנחות החברה ולמפתחות הבאים:
 - ימי לקוחות - 30
 - ימי ספקים - 30
- ❖ מימון הפרויקט - בהתאם לתחזית, החברה תמשיך מזומנים מהמסגרות שנחתמו בהסכמי המימון, על מנת לתמוך בעלויות ההקמה בהתאם להסכמי המימון שנחתמו לפרויקט.
- ❖ פיצויים - על רקע השלכותיה של המלחמה על תחום הקמת פרויקטי תשתית בישראל, חלה עלייה משמעותית בעלויות ההקמה של הפרויקט, לצד עיכובים בלוחות הזמנים. לאור זאת, העניקה המדינה הארכה של 6 שנים במתקן ההתפלה וקיצור תקופת תחנת הכוח בשנה וארבעה חודשים (שניהם יסתיימו ביום 31 בדצמבר, 2044). בהתאם לכך, ביצעה החברה מימון מחדש, שבמסגרתו משכה חוב נוסף.

מתקן ההתפלה

כאמור, מתקן ההתפלה באשדוד הינו בעל קיבולת ייצור מקסימלית של 140 מלמ"ק (ובביצוע השקעות נוספות שאינן משמעותיות, אף יותר מכך), לפי חוזה הזיכיון, הייצור בפועל הוא של 100 מלמ"ק בשנה והוא פועל עד שנת 2044 בהתאם לזיכיון שקיבל מהמדינה. למתקן תשתית להרחבה מיידית, התואמת את רצון רשות המים להרחבת הכמויות במתקנים הקיימים.

יודגש כי במסגרת הערכת השווי לא נכללה הנחת הרחבת המתקן, חרף קיומה של תשתית התומכת באפשרות זו. לפיכך, ככל שהרחבת המתקן תאושר ותשוקף בתחזיות הפעילות בעתיד, היא צפויה להוות אפסייד ולהשפיע באופן חיובי על שווי הפעילות.

שותפות אשדוד (המוחזקת בחלקים שווים על ידי החברה ושפיר הנדסה בע"מ) החליפה את מערך הטיפול המקדים במים הנשאבים מהים ואת מערכת הבקרה שלו במסגרת עבודות השדרוג של המתקן.

שנות התחזית - מייצגות את התקופה מיום 1 באפריל, 2026 ועד ליום 31 בדצמבר, 2044 (להלן: "תקופת התחזית"), בהתאם למועד סיום הזיכיון.

הכנסות – במסגרת ההסדרה נקבע בהסכם הזיכיון תעריף רכישה מראש של 2.4 ש"ח למ"ק (צמוד לסל מדדים שנקבע בהסכם הזיכיון) המחולק לתשלום קבוע ומשתנה למ"ק שסופק בפועל למדינה. החברה מעריכה את ההכנסות בשנת 2027 בכ-300 מיליוני ש"ח (מתקן ההתפלה בלבד ללא תחנת הכוח). לאורך שנות התחזית ההכנסות הקבועות נאמדות בכ-45% (בממוצע) מסך ההכנסות.

הוצאות תפעוליות – מרבית ההוצאות התפעוליות, כ-71%, הינן הוצאות משתנות.

רכישת חשמל עבור המתקן – המסופק על ידי מנועי ה-DD של תחנת הכוח.

תחנת כוח

במהלך תקופת ההקמה תקים השותפות תחנת כוח בחצר המתקן שתספק את כלל צרכי מתקן ההתפלה, ואשר צפויה להוזיל משמעותית את עלויות האנרגיה שלו, כאשר עודפי ייצור האנרגיה של תחנת הכוח ישמשו כזמינות למנהל המערכת וימכרו לרשת החשמל. הזיכיון להפעלת תחנת הכוח יהיה זהה לתקופת הזיכיון של מתקן ההתפלה.

שנות התחזית - מייצגות את התקופה מיום 1 באפריל, 2026 ועד ליום 31 בדצמבר, 2044 (להלן: "תקופת התחזית").

הכנסות – מרבית הכנסות החברה בשנות התחזית נובעות ממכירה למתקן ההתפלה לפי ההסכם למכירת חשמל שנחתם בסגירה הפיננסית, למקורות ולמנהל המערכת. בנוסף ישנן הכנסות נוספות מזמינות וממכירת חשמל.

הוצאות תפעוליות – כ-74% מההוצאות לאורך השנים הן הוצאות משתנות בעבור גז (מבוסס הסכם חתום על אנרג'יאן), הוצאות חלוקה, מס על הבלו וחשמל. כ-16% מסך ההוצאות הן הוצאות קבועות הכוללות עלויות בנייה ותפעול, ביטוח, ארנונה, הוצאות חשמל קבועות, דיו, וכ-10% עלויות שונות נוספות.



ביאור 2 - זרוע המים ו-EPC

ביאור א2 – זכיינות מים (אשדוד)

להלן תחזית תזרים המזומנים המאוחדת של פרויקט אשדוד (אלפי ש"ח):

שנת הפעלה ראשונה של תחנת הכוח

אלפי ש"ח	2026 Q2-Q4	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	2037	2038	2039	2040	2041	2042	2043	2044
הכנסות	336,538	480,944	493,039	501,964	514,682	523,442	532,729	541,589	549,422	556,616	565,653	576,319	585,119	582,294	588,864	610,547	620,363	629,259	615,537
הוצאות תפעוליות	(175,888)	(253,552)	(259,951)	(261,692)	(270,654)	(273,382)	(278,358)	(287,436)	(284,144)	(299,900)	(294,677)	(302,360)	(307,676)	(308,065)	(321,953)	(318,366)	(327,222)	(334,455)	(326,866)
EBITDA	160,650	227,392	233,089	240,272	244,029	250,061	254,371	254,154	265,278	256,717	270,976	273,959	277,443	274,229	266,911	292,182	293,140	294,804	288,671
הוצאות מס	(3,568)	–	–	–	–	–	(6,994)	(12,026)	(13,446)	(14,346)	(26,034)	(28,030)	(28,901)	(29,721)	(28,612)	(35,043)	(35,948)	(37,047)	(36,230)
רווח לאחר מס	157,082	227,392	233,089	240,272	244,029	250,061	247,377	242,128	251,832	242,371	244,942	245,929	248,541	244,508	238,299	257,138	257,193	257,757	252,441
התאמות																			
השקעות	(14,248)	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–
שינויים בהון חוזר	(4,437)	(1,604)	(487)	(1,048)	(497)	(615)	(535)	(541)	(974)	(404)	(547)	(684)	733	(579)	(545)	(1,490)	(508)	(511)	41,149
תנועה בקרנות	(731)	(1,462)	216	529	377	(1,146)	(1,146)	1,623	(5,832)	5,850	(1,248)	1,060	(231)	(5,587)	5,600	(1,573)	1,277	2,424	–
שינויים ביתרת מזומנים	8,733	8,371	(155)	(158)	(161)	(164)	(167)	(170)	(173)	(177)	(3,275)	2,912	(187)	(190)	(194)	(198)	(201)	(205)	13,055
עמלות	(2,174)	(2,902)	(2,811)	(2,709)	(2,595)	(2,470)	(2,336)	(2,200)	(2,061)	(1,910)	(1,748)	(1,576)	(1,392)	(1,198)	(1,001)	(793)	(571)	(336)	(86)
משיכת חוב בכיר	73,368	199,575	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–
החזר קרן חוב בכיר	(99,849)	(92,080)	(108,877)	(115,471)	(118,882)	(130,778)	(135,260)	(134,914)	(141,840)	(151,246)	(162,518)	(163,589)	(171,341)	(168,835)	(179,467)	(188,586)	(197,385)	(206,008)	(131,437)
החזר ריבית חוב בכיר	(53,253)	(77,952)	(81,493)	(78,497)	(75,340)	(71,949)	(68,116)	(64,072)	(60,012)	(55,567)	(50,746)	(45,488)	(40,177)	(34,635)	(28,954)	(22,807)	(16,253)	(9,345)	(2,172)
תזרים לחלוקה	64,490	259,337	39,481	42,918	46,930	42,939	39,818	41,854	40,940	38,917	38,565	35,947	33,483	33,739	41,691	43,551	43,776	172,951	
תקופה להיוון	0.25	1.00	2.00	3.00	4.00	5.00	6.00	7.00	8.00	9.00	10.00	11.00	12.00	13.00	14.00	15.00	16.00	17.00	18.00
תזרים מהוון	62,555	229,585	30,942	29,777	28,825	23,348	19,167	17,836	15,445	12,998	7,350	10,094	8,330	6,868	6,127	6,703	6,198	5,516	19,291
סך תזרים מהוון	546,955																		

ביאור ב – התאמות מאזניות

התאמות בין יתרות הפתיחה של ההון החוזר, המזומנים וההלוואות כפי שמופיעים במודל הפיננסי שהתקבל מהנהלת החברה לבין המאזן המאוחד של כל ישויות מתקן ההתפלה ותחנת הכוח כאמור לעיל. ההתאמות המאזניות כאמור עומדות על ערך שלילי בסך של כ-69 מיליוני ש"ח כאשר עיקר ההתאמה הינה הלוואה המשויכת לשותפות הרכישה סולו (EBF) ואשר אינה מקבלת ביטוי בתחזית תזרים המזומנים.

סיכום

בהתבסס על עבודתנו והממצאים המפורטים בה, הגענו לכלל מסקנה כי שווי מתקן ההתפלה ותחנת הכוח עומד על כ-204 מיליוני ש"ח.

ניתוח רגישות

להלן ניתוח רגישות המראה את ההשפעה של שינוי של כ-1% בשיעור ההיוון על שווי אחזקות החברה באשדוד, (באלפי ש"ח):

שיעור היוון				
15%	14%	13%	12%	11%
186,543	195,048	204,378	214,647	225,990

הנחות עבודה עיקריות בקשר לתחום המים והשפכים

- ❖ **שנות התחזית** – מייצגות את התקופה מיום 1 באפריל, 2026 ועד ליום 31 בדצמבר, 2031 (להלן: "תקופת התחזית") ואת השנה הטרמינלית. תקופת התחזית נקבעה על סמך הנחות BDO ובהתאם לתחזיות החברה.
- ❖ **תחזיות נומינליות** - התחזיות שהתקבלו על ידי הנהלת החברה מוצגות בערכים נומינליים, עם הנחת עליית מדד. משכך, כלל התחזיות ששימשו לאמידת שווי השימוש, לרבות שיעור ההיוון (WACC) הינן בערכים נומינליים.
- ❖ **שיעור היוון** – שיעור היוון (WACC) שחושב הינו 11.5% (במונחי Ke, הינו 12.36%).
- ❖ **שיעור מס** – הונח שיעור מס של 23% שהינו שיעור מס החברות בישראל הידוע למועד ההערכה. כמו כן, לקבוצה הפסדים להעברה שהוקצו לכל אחת מהישויות המשפטיות.
- ❖ **שיעור צמיחה** – הונח שיעור צמיחה נומינלי לטווח ארוך של כ-3% (כ-1% ריאלי).

הכנסות

הכנסות ה-EPC הינן מעבודות קבלנות שמבצעת הן לפרויקטים בבעלות הקבוצה, והן לפרויקטים של אחרים וממכירת מסננים. לצורך הערכת השווי של פעילות ה-EPC התייחסנו לכל עבודות הקבלנות, בין אם מבוצעים פנימית בתוך הקבוצה ובין אם לחיצוניים, כחלק משווי היחידה. הכנסות ה-EPC בשנת 2025 עמדו על כ-192 מיליוני ש"ח ואילו בשנת 2026 צפויות לעמוד על כ-402 מיליוני ש"ח. צמיחה של כ-109%. בהתאם לצבר ההזמנות המחייב, המצביע על גידול מהותי בהיקף הפרויקטים שמבצעת החטיבה (ביניהם: פרויקט סבחה – מתקן ההתפלה באילת, פרויקט תע"ש רמת השרון ועוד), הכנסות ה-EPC צפויות לצמוח בשנת 2027 לכ-505 מיליוני ש"ח וכל ההכנסות בשנים 2026-2028 מבוססות על צבר הזמנות מחייב. עיקר הגידול בהכנסות בשנת 2027 נובע מפרויקטים ספציפיים וידועים שכבר החלו אבל עוד לא הוכרה רוב ההכנסה בגינם היות וההכרה בהכנסה הינה לפי שיעור השלמה ומפרויקטים בשלבי ייזום/מכירה מתקדמים. בנוסף, בהתאם לשינוי המבני, חטיבת ה-EPC כוללת בתוכה פרויקטים אשר מבוצעים פנימית כגון סמארט וויסט, דיה ותחנת הכוח באשדוד.

בשנת 2026 הונח כי 80% מהכנסות ה-EPC יתקבלו בשקל, 18% מההכנסות יתקבלו בדולר והשאר באירו ובפאונד.

עלות המכר

עלות המכר בחטיבת ה-EPC מורכבת בעיקר מעלויות ישירות. כמו כן, הונח כי שיעור העלויות הישירות ינוע בין 86% ל-90%. בפעילות הסננים הונח ששיעור התצרוכת יהיה בממוצע של 60% לאורך שנות התחזית.

הוצאות מכירה הנהלה וכלליות

הוצאות המכירה כוללות הוצאות ישירות אשר כוללות בעיקר את שכ"ע של עובדי המכירה וכן הוצאות שונות לרבות פחת, וכן של הנהלת החטיבה. הוצאות אלו נחזו בהתאם לתחזית ההנהלה.

הון חוזר

ממידע שנמסר מהנהלת החברה, ביחידת הפרויקטים ההון החוזר תלוי ומשתנה בהתאם לפרויקטים השונים, כאשר תנאי התשלום ואבני הדרך עשויים להיות שונים בכל אחד מהם.

פחת ו-CapEx

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

ניתוח רגישות

להלן ניתוח רגישות המראה את ההשפעה של שינוי של כ-1% בשיעור ההיוון ושינוי של כ-0.5% בשיעור הצמיחה לטווח ארוך בשנה הטרימינלית על שווי הפעילות (באלפי ש"ח):

שיעור היוון						
12.50%	12.00%	11.50%	11.00%	10.50%	שיעור צמיחה שנה מייצגת	
235,723	249,504	264,828	281,969	301,267		
240,415	254,802	270,846	288,848	309,187		
245,354	260,395	277,217	296,156	317,635		
250,560	266,307	283,975	303,937	326,666		
256,055	272,567	291,155	312,235	336,342		

סיכום

בהתבסס על עבודתנו והממצאים המפורטים בה, הגענו לכלל מסקנה כי שווי חטיבת ה-EPC עומד על כ-277 מיליוני ש"ח.

בהתבסס על ההערכות המפורטות לעיל ולהלן בהמשך הפרק, להלן מוצגת תחזית תזרים המזומנים של פעילות הפרויקטים והתפעול (באלפי ש"ח):

הרוב המוחלט של ההכנסות בשנים

2026-2028 מבוסס על צבר הזמנות

חתום ומחייב

העלייה בשיעור הרווח הגולמי

מבוססת על גידול במחזור

בשילוב עם קיומן של הוצאות

קבועות

*השינויים השליילים בהון החוזר בשנים

2026 ו-2028 מיוחסים בעיקר להכנסות

מראש שהתקבלו מהזכיון בפרויקט אשדוד

**נחתם הסכם מחייב למכירה והסכום

המוצג הינו נטו ממס

***נתוני ההשוואה מוצגים עד שורת

הרווח הגולמי לאור השינוי שחל במבנה

החטיבה

אלפי ש"ח	2026	2025	2024	2026 Q2-Q4	2027	2028	2029	2030	2031	טרמינלית
הכנסות	402,214	191,579	209,093	359,919	504,599	599,892	617,888	636,425	655,518	675,183
	109.9%	-8.4%			5.1%	18.9%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
עלות המכר	(383,242)	(138,902)	(188,076)	(341,069)	(453,430)	(542,414)	(558,542)	(575,310)	(592,506)	(610,281)
רווח גולמי	18,972	52,677	21,017	18,850	51,170	57,478	59,346	61,115	63,012	64,902
	4.7%	27.5%	10.1%	5.2%	10.1%	9.6%	9.6%	9.6%	9.6%	9.6%
הוצאות הנהלה וכלליות				(15,982)	(21,909)	(22,524)	(22,524)	(23,024)	(23,024)	(23,715)
רווח תפעולי				2,868	29,261	34,954	36,822	38,091	39,987	41,187
EBITDA				3,709	30,442	36,253	38,142	39,402	41,212	42,412
שיעור רווח תפעולי				0.8%	5.8%	5.8%	6.0%	6.0%	6.1%	6.1%
הוצאות מס				(660)	(6,730)	(8,039)	(8,469)	(8,761)	(9,197)	(9,473)
רווח תפעולי לאחר מס				2,208	22,531	26,914	28,353	29,330	30,790	31,714
התאמות										
שינויים בהון חוזר*				(24,320)	(5,424)	(8,258)	(1,545)	(1,573)	(1,629)	(1,665)
פחת והפחתות				842	1,181	1,300	1,320	1,311	1,225	1,225
CapEx				(1,187)	(1,225)	(1,225)	(1,225)	(1,311)	(1,225)	(1,225)
מכירת פעילות בחו"ל**				9,533	-	-	-	-	-	-
סה"כ התאמות				(15,132)	(5,468)	(8,184)	(1,450)	(1,573)	(1,629)	(1,665)
תזרים להיוון				(12,924)	17,063	18,730	26,903	27,758	29,161	30,050
תקופה להיוון				0.25	1.00	2.00	3.00	4.00	5.00	5.00
תזרים מהוון				(12,577)	15,304	15,066	19,407	17,959	16,921	205,137
שווי פעילות				277,217						

השיפור בתוצאות חטיבת המים בתקופת התחזית ביחס לתוצאות בפועל בשנים 2025-2026 מבוסס בעיקרו על הסיבות הבאות:

נושא	תיאור
פעילות ה-EPC בארץ ובחו"ל	גידול בצבר ההזמנות של החברה בעקבות זכייה בפרויקטים חדשים (סבחה) והתחזקות משמעותית בפרויקטים קיימים והמשך צמיחה בפעילות הבינלאומית, בעיקר במרכזי אסיה, אזרבייג'ן ומדינות נוספות באזור
מינוף התשתיות הארגוניות	פעילויות ללא גידול פרופורציונלי בהוצאות המטה, כך שחלק מהגידול בהכנסות צפוי לבוא לידי ביטוי גם בשיפור ברווחיות
חטיבת התפעול (O&M)	ביצועי חטיבת התפעול (O&M) מציגים המשך יציבות וצמיחה בהכנסות וגידול בשיעורי הרווחיות

הנחות עבודה עיקריות בקשר לתחום תפעול מתקנים

- ❖ **שנות התחזית** – מייצגות את התקופה מיום 1 באפריל, 2026 ועד ליום 31 בדצמבר, 2031 (להלן: "**תקופת התחזית**") ואת השנה הטרמינלית. תקופת התחזית נקבעה על סמך הנחות BDO ובהתאם לתחזיות החברה.
- ❖ **תחזיות נומינליות** - התחזיות שהתקבלו על ידי הנהלת החברה מוצגות בערכים נומינליים, עם הנחת עליית מדד. משכך, כלל התחזיות ששימשו לאמידת שווי השימוש, לרבות שיעור ההיוון (WACC) הינן בערכים נומינליים.
- ❖ **שיעור היוון** – שיעור ההיוון (WACC) שחושב הינו 9% (במונחי Ke, הינו 10.36%).
- ❖ **שיעור מס** – הונח שיעור מס של 23% שהינו שיעור מס החברות בישראל הידוע למועד ההערכה. כמו כן, לקבוצה הפסדים להעברה שהוקצו לכל אחת מהישויות המשפטיות.
- ❖ **שיעור צמיחה** – הונח שיעור צמיחה נומינלי לטווח ארוך של כ-3% (כ-1% ריאלי).

הכנסות

הכנסות החברה מחטיבת התפעול (O&M) הן מפרויקטים בבעלות הקבוצה, והן לפרויקטים של אחרים. לצורך הערכת השווי של פעילות יחידת התפעול התייחסנו לכל עבודות הקבלנות, בין אם מבוצעים פנימית בתוך הקבוצה ובין אם לחיצוניים, כחלק משווי היחידה.

הכנסות החברה מיחידת התפעול הינן מישראל בלבד. בשנת 2025 עמדו על כ-101 מיליוני ש"ח ואילו בשנת 2026 צפויות לעמוד על כ-100 מיליוני ש"ח. כמו כן, בהתאם לתחזית החברה הונח כי ההכנסות יצמחו במהלך שנות התחזית בכ-7% בממוצע ויעמדו על כ-150 מיליוני ש"ח בשנה הטרמינלית וזאת על סמך פרויקטים מזוהים, אשר מרביתם חתומים או נמצאים לקראת חתימה. ממידע שנמסר מהנהלת החברה, במסגרת הגידול נכללו גם פרויקטי BOT אשר יושלמו ויועברו לשלב התפעול.

כמו כן, חלק מהפרויקטים שהחברה מתפעלת הינם פרויקטי BOT אשר בשלב מסוים מסתיימים (בעיקר אחרי 25 שנה) ואיתם גם חוזה התפעול שלהם. נכון למועד הערכת השווי, לא קיימים פרויקטי BOT ששלב התפעול שלהם מסתיים במהלך 5 שנות התחזית המוצגות לעיל. כמו כן, הגם שפרויקטי תפעול מסוימים יסתיימו במהלך השנים המאוחרות יותר, הונח כי הכנסות לא תרדנה מאחר ופרויקטי תפעול אחרים ייכנסו ויפצו על כך, ובהתאם לכך הונחו גם השקעות בשנה הטרמינלית לצורך שמירה על היקף הפעילות לאורך זמן.

תחזית ההכנסות והרווחיות של פעילות התפעול מבוססת על התוצאות בפועל של המחצית הראשונה לשנת 2026.

עלות המכר

עלות המכר ביחידת התפעול מורכבת מההוצאות הדרושות לשם תפעול המתקנים בשטח, וכוללות תצרוכת חומרים, הוצאות שכר עבודה, הוצאות עבור קבלני משנה, הוצאות פחת והוצאות אחרות. לדברי הנהלת החברה, כלל ההוצאות התפעוליות למעט פחת חושבו תחת ההנחה כי שיעורן מסך המכירות יישאר זהה לאורך שנות התחזית.

הוצאות מכירה הנהלה וכלליות

הוצאות המכירה כוללות הוצאות ישירות של הפרויקטים אשר כוללות בעיקר את שכ"ע של עובדי המכירה וכן הוצאות שונות לרבות פחת, וכן של הנהלת החטיבה. הוצאות אלו נחזו בהתאם לתחזית ההנהלה.

הון חוזר

ביחידת התפעול ההשקעה השנתית בהון חוזר חושבה בהתבסס על ניתוח השינויים הצפויים בסעיפי ההון החוזר השונים במאזן - מלאי, לקוחות, ספקים והון חוזר אחר (חייבים ויתרות חובה וזכאים אחרים).

בהתאם למידע שנמסר מהנהלת החברה, להלן ימי ההון החוזר שהונחו:

❖ ימי לקוחות - 90

❖ ימי ספקים - 70

פחת ו-CapEx

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

ניתוח רגישות

להלן ניתוח רגישות המראה את ההשפעה של שינוי של כ-1% בשיעור ההיוון ושינוי של כ-0.5% בשיעור הצמיחה לטווח ארוך בשנה הטרימינלית על שווי הפעילות (באלפי ש"ח):

שיעור היוון						
10.00%	9.50%	9.00%	8.50%	8.00%		
96,159	102,602	110,028	118,681	128,898	2.5%	שיעור צמיחה שנה מייצגת
101,443	108,578	116,848	126,548	138,087	2.8%	
107,105	115,015	124,237	135,130	148,195	3.0%	
113,187	121,966	132,268	144,529	159,368	3.3%	
119,736	129,496	141,030	154,869	171,781	3.5%	

סיכום

בהתבסס על עבודתנו והממצאים המפורטים בה, הגענו לכלל מסקנה כי שווי פעילות התפעול עומד על כ-124 מיליוני ש"ח.

בהתבסס על ההערכות המפורטות לעיל ולהלן בהמשך הפרק, להלן מוצגת תחזית תזרים המזומנים של פעילות התפעול (באלפי ש"ח):

אלפי ש"ח	2024	2025	2026	2026 Q2-Q4	2027	2028	2029	2030	2031	טרמינלית
הכנסות	105,274	101,436	100,000	74,787	103,950	114,779	123,075	134,267	145,795	150,169
	-3.6%	-1.4%			4.0%	10.4%	7.2%	9.1%	8.6%	3.0%
עלות המכר	(97,704)	(92,654)	(91,046)	(68,502)	(94,075)	(103,014)	(109,844)	(119,497)	(129,393)	(133,275)
רווח גולמי	7,570	8,782	8,954	6,285	9,875	11,765	13,231	14,769	16,402	16,894
הוצאות תפעוליות				(4,527)	(4,678)	(4,362)	(4,554)	(4,699)	(5,103)	(5,256)
רווח תפעולי				1,758	5,198	7,403	8,677	10,070	11,299	11,638
EBITDA				4,197	8,232	10,296	11,464	12,769	13,975	14,394
הוצאות מס				(404)	(1,195)	(1,703)	(1,996)	(2,316)	(2,599)	(2,677)
רווח תפעולי לאחר מס				1,354	4,002	5,700	6,681	7,754	8,700	8,961
התאמות										
שינויים בהון חוזר				215	(593)	(1,624)	(1,244)	(1,679)	(1,729)	(656)
פחת והפחתות				2,439	3,034	2,892	2,787	2,699	2,676	2,756
CapEx				(43)	(57)	(57)	(57)	(57)	(57)	(2,756)
סה"כ התאמות				2,612	2,385	1,211	1,486	963	890	(656)
תזרים להיוון				3,966	6,387	6,912	8,167	8,717	9,590	8,305
תקופה להיוון				0.25	1.00	2.00	3.00	4.00	5.00	5.00
תזרים מהוון				3,881	5,860	5,817	6,306	6,175	6,233	89,964
שווי פעילות	124,237									

* נתוני ההשוואה מוצגים עד שורת הרווח הגולמי לאור השינוי שחל במבנה החטיבה

הכנסות

הכנסות חטיבת הכימיקלים הסתכמו בכ-79 מיליון ש"ח בשנת 2023, בכ-82.3 מיליון ש"ח בשנת 2024 ובכ-101.1 מיליון ש"ח בשנת 2025, המשקפים שיעורי צמיחה של כ-4.2% וכ-22.9%, בהתאמה. בהתאם לתקציב 2026 ועל בסיס ביצועי החברה למחצית הראשונה לשנת 2026, ההכנסות צפויות לעמוד על כ-107 מיליון ש"ח, קרי צמיחה של כ-6%. ההכנסות מורכבות ממגוון רב של מוצרים ובהתאם התקציב נבנה ברמה פרטנית בהתאם לכל מוצר ונסיבותיו. בין היתר, ההכנסות כוללות מכירות של כימיקלים למתכות, כימיקלים לציפויים, דבקים, שמנים ומוצרי סיכה, טיפול בשפכי לקוחות, כימיקלים לטיפול במים ושפכים, פעילות חברת סייקליון, ועוד. כמו כן, בהתאם לתחזית החברה הונח כי ההכנסות יצמחו בכ-15.7% בשנת 2027 ויעמדו על כ-155 מיליון ש"ח בשנה הטרמינלית.

הצמיחה בתחזית ההכנסות נובעת מהתרחבות הפעילות דרך חוזים מול לקוחות חדשים והרחבת התקשרויות קיימות לרבות התקשרויות מהותיות בסקטור הביטחוני.

עלות המכר

עלות המכר בחטיבת הכימיקלים מורכבת בעיקר מתצרוכת חומרים, הוצאות שכר, קבלני משנה, הוצאות פחת והוצאות אחרות. בשנת 2023 עלות המכר עמדה על כ-66% ובשנים 2024-2025 כ-70.5% ו-69% מההכנסות, בהתאמה. בהתאם לתקציב לשנת 2026, עלות המכר תעמוד על כ-70% ובהמשך תרד בהדרגה לכ-69% עד שנת 2030.

כפי שניתן לראות תחזית החברה מניחה שיפור ברווחיות הנובע מצמצום סגמנטים הפסדיים ומגידול בהיקף פעילות בסקטורים אסטרטגיים ורווחיים (לדוגמה לקוחות ביטחוניים).

הון חוזר

נלקח בהתאם למודל הפיננסי שהתקבל מהחברה, כ-33% מהשינוי בהכנסות.

פחת ו-CapEx

בהתאם להנהלת החברה, היקף הפחת יעמוד על סך של כ-2.3 מיליון ש"ח בשנת 2026, כ-2.2 מיליון ש"ח בשנת 2027 ולאחר מכן כ-2.5 מיליון ש"ח. בשנה הטרמינלית הונח כי היקף הפחת יהיה שווה להיקף ההשקעות ההוניות ויעמוד על סך של 1 מיליון ש"ח. היקף ההשקעות מוצג בנטו, קרי כולל את עלויות העברת האתר.

שיעור הון (WACC)

הונח שיעור הון נומינלי של 10.25% (Ke שחושב הינו 11.25%)

התאמות מאזניות

בוצעו התאמות מאזניות בגין יתרה בסך 1,990 אלפי ש"ח, הנוגעת לפינוי הקרקע, וכן בגין קנס בסך 5.7 מיליון ש"ח מכוח חוק אוויר נקי.

בהתבסס על ההערכות המפורטות לעיל ולהלן בהמשך הפרק, להלן מוצגת תחזית תזרים המזומנים של פעילות הכימיקלים (באלפי ש"ח):

הגידול בהכנסות בשנת 2027 מבוסס על התקשרויות בסקטור הביטחוני

השקעה של כ-7 מיליון ש"ח בשנת 2026 מורכבת מעלויות שיקום קרקע של האתר הקיים.

אלפי ש"ח	2024	2025	2026	2026 Q2-Q4	2027	2028	2029	2030	טרמינלית
הכנסות מלקוחות	82,269	101,108	106,928	80,514	123,688	133,650	141,878	150,544	155,060
% שינוי	4.2%	22.9%	5.8%	-	15.7%	8.1%	6.2%	6.1%	3.0%
עלות המכר	(54,619)	(71,232)	(74,610)	(56,130)	(86,217)	(92,819)	(98,541)	(104,469)	(107,603)
% מההכנסות	66.4%	70.5%	69.8%	69.7%	69.7%	69.4%	69.5%	69.4%	69.4%
רווח גולמי	27,650	29,876	32,317	24,383	37,471	40,831	43,337	46,075	47,457
שיעור רווח גולמי	33.6%	29.5%	30.2%	30.3%	30.3%	30.6%	30.5%	30.6%	30.6%
הוצאות תפעוליות	(18,239)	(17,191)	(19,003)	(14,283)	(20,006)	(21,083)	(21,616)	(22,236)	(22,903)
EBITDA	12,098	12,685	13,314	11,826	19,709	22,001	23,918	25,902	25,585
רווח תפעולי	9,411	12,685	13,314	10,100	17,465	19,748	21,721	23,839	24,555
שיעור רווח תפעולי	11.4%	12.5%	12.5%	12.5%	14.1%	14.8%	15.3%	15.8%	15.8%
הוצאות מס				(2,323)	(4,017)	(4,542)	(4,996)	(5,483)	(5,648)
רווח תפעולי לאחר מס				7,777	13,448	15,206	16,725	18,356	18,907
התאמות									
שינויים בהון חוזר				(1,920)	(5,531)	(3,287)	(2,715)	(2,860)	(1,490)
פחת והפחתות				1,726	2,244	2,253	2,197	2,063	1,030
CapEx				(7,000)	(2,110)	(600)	(800)	(1,000)	(1,030)
סה"כ התאמות				(7,194)	(5,397)	(1,634)	(1,318)	(1,797)	(1,490)
סה"כ תזרים להיוון				583	8,051	13,572	15,407	16,559	17,417
תקופה להיוון				0.25	1.00	2.00	3.00	4.00	4.00
תזרים מהוון				569	7,303	11,166	11,497	11,208	162,597
סך תזרים מהוון				204,339					
התאמות מאזניות				(7,690)					
שווי פעילות כימיקלים				196,649					

להלן ניתוח רגישות המראה את ההשפעה של שינוי של כ-1% בשיעור ההיוון ושינוי של כ-0.5% בשיעור הצמיחה לטווח ארוך בשנה הטרמינלית על שווי פעילות הכימיקלים (באלפי ש"ח):

שיעור היוון					שווי פעילות	
12.25%	11.25%	10.25%	9.25%	8.25%		
173,968	200,348	235,218	283,433	354,415	4.0%	שיעור צמיחה שנה מייצגת
161,691	184,674	214,505	254,760	312,023	3.5%	
150,742	170,900	196,649	230,674	277,705	3.0%	
140,916	158,701	181,097	210,157	249,356	2.5%	
132,048	147,820	167,430	192,469	225,542	2.0%	

בהתבסס על עבודתנו והממצאים המפורטים בה, הגענו לכלל מסקנה כי שווי פעילות הכימיקלים עומד על כ-197 מיליוני ש"ח.

הנחות עבודה עיקריות

- ❖ שיטת הערכה - פעילות זו הוערכה בשיטת הוון תזרימי המזומנים לבעלי המניות (FCFE).
- ❖ שנות התחזית – מייצגות את התקופה מיום 1 באפריל, 2026 ועד ליום 31 בדצמבר, 2050 (להלן: "תקופת התחזית"). כפי שנמסר לנו מהנהלת החברה, צפי סיום הפרויקט הינו עד שנת 2031 בהתאם לתנאי הסכם ה-BOT. החל משנת 2031 המשך הפרויקט מותנה בהשגת הסכמות מול המדינה בקשר לתעריף המים המותפלים. ההסכמה כאמור נמצאת בשלבי סיום. כמו כן, בגין התקופה הנוספת נלקחה פרמיה ספציפית נוספת לשיעור ההוון.
- ❖ תחזיות נומינליות - התחזיות שהתקבלו על ידי הנהלת החברה מוצגות בערכים נומינליים, עם הנחת עליית מדד. משכך, כלל התחזיות ששימשו לאמידת שווי השימוש, לרבות שיעור ההוון (Ke) הינן בערכים נומינליים. יצוין כי תחזית ההכנסות בפרויקט מסוג זה מאופיינת ברמת יציבות גבוהה יחסית, וזאת לאור אופיו התשתיתי של הפרויקט.
- ❖ שיעור צמיחה – הונח שיעור צמיחה נומינלי לטווח ארוך של כ-2.4% (כ-0.5% ריאלי)
- ❖ שיעור הוון – שיעור הוון של 8.75%.

ניתוח רגישות

להלן ניתוח רגישות המראה את ההשפעה של שינוי של כ-1% בשיעור ההוון על שווי הפעילות (באלפי ש"ח):

שיעור הוון				
10.75%	9.75%	8.75%	7.75%	6.75%
40,053	40,272	40,497	40,728	40,965

בהתאם לכך, הגענו לכלל מסקנה כי שווי כפר מסריק עומד על כ-40 מיליוני ש"ח.

סיכום

בהתבסס על עבודתנו והממצאים המפורטים בה אנו בדעה כי שווי החזקה בלוג'ן בזרוע המים, השפכים, ההקמות וה-EPC נאמד בכ-1,015 מיליוני ש"ח.

ניתוח רגישות

להלן ניתוח רגישות המראה את שווי החזקות החברה בזרוע ביחס לשינוי של חצי אחוז בשיעורי הוון (אלפי ש"ח):

שינוי בשיעור הוון				
1.00%	0.50%	0.00%	-0.50%	-1.00%
886,595	947,517	1,015,267	1,091,110	1,176,680

להלן חישוב החוב נטו והתאמות מאזניות נוספות של החברה ליום הערכת השווי:

אלפי ש"ח	ביאור	
חוב נטו - בלוג'ן סולו	א	(261,257)
התאמות שווי הוגן נכס פיננסי	ב	3,962
תזרים מבלוג'ן לבעלים Q2 2026	ג	(41,441)
נכס מס	ד	40,777
תזרים נטו בגין עסקת הפסולת	ה	35,880
שווי אופציות מול YSB	ו	43,558
סה"כ חוב נטו		(178,521)

ביאור א' – חוב נטו

כ-261 מיליוני ש"ח כמפורט בפרק החברה ופעילותה.

ביאור ב' – נכס פיננסי בשווי הוגן

לחברה החזקות במספר מכוני טיהור שפכים בשיטת BOT. חלקן מטופלות בספרי החברה בהתאם לפרשנות חשבונאית בינלאומית IFRIC12, ובפרט בשיטת "הנכס הפיננסי". משמעות הטיפול בצורה זו הינה כי ההשקעות במט"ש מטופלות כאילו הן למעשה הלוואה שניתנה למדינה, ובאופן שקבלת התשלומים הקבועים מהמדינה לאורך תקופת הזיכיון הינה החזר ההלוואה (עם ריבית) לפי לוח סילוקין ידוע וקבוע מראש.

בהתאם לאמור, לחברה נכס פיננסי נכון ל-31 במרץ, 2026 בגובה של 34.6 מיליוני ש"ח לא כולל כפר מסריק, אשר מייצג למעשה את היקף התקבולים שהחברה זכאית לקבל מהמדינה, מהוון בריבית שנקבעה במקור במועד העמדת ההלוואה. תקבולים אלו לא נכללו בתחזית ההכנסות ברכיבים האחרים שהוערכו לעיל. ערך זה כלול בתחשיב החוב הפיננסי נטו בביאור א' לעיל. לצורך אומדן השווי ההוגן של הנכס הפיננסי הנ"ל התבססנו על ביאור שווי הוגן כפי שמופיע בדוחות הכספיים של החברה. השווי ההוגן של הנכס הפיננסי עומד על כ-40 מיליון ש"ח. בהתאם לכך ביצענו התאמה לשווי ההוגן של הנכס פיננסי, בהתאם לפער האמור בניכוי מס, בסך של כ-3.9 מיליוני ש"ח.

להלן תחשיב נכס פיננסי בשווי הוגן:

אלפי ש"ח	31.03.26
שווי הוגן	39,761
ערך בספרים	34,616
פער	5,145
פער בניכוי מס	3,962

ביאור ג' – דיבידנדים והחזרי הלוואות בעלים Q2

כ-41 מיליוני ש"ח בהתאם להחזר הלוואות בעלים ודיבידנדים שחולקו מהחברה לקרן ג'נריישן ומגדל חברה לביטוח במהלך הרבעון השני בשנת 2026.

חוב נטו והתאמות

ביאור ד' – נכס מס

לחברה הפסדים להעברה לצורכי מס בסך של כ-216 מיליוני ש"ח ליום הערכת השווי בפעילויות אקווייז, כימיקלים, תפעול ובסולו. הפסדים אלה לא קיבלו ביטוי בתזרימים המוצגים מעלה. בהתאם לפרופיל הרווחים של פעילויות אלה ולשיעור היוון משוקלל של כ-10.6% שווי הפסדים אלו מוערך בכ-41 מיליון ש"ח

ביאור ה' – תזרים נטו בגין עסקת הפסולת

במסגרת עסקת הפסולת מול לאומי ו-YSB (להרחבה ראו פרק על החברה) התקבל תשלום מלאומי של כ-106 מיליון ש"ח ומנגד שולם ל-YSB 70 מיליון ש"ח. בהתאם לכך, בנטו, לחברה תזרים חיובי של כ-36 מיליון ש"ח.

ביאור ו' – שווי אופציות מול YSB

במסגרת עסקת זרוע הפסולת לחברה ול-YSB אופציות Call ו-Put בהתאמה לרכישת החזקות YSB בזרוע (15%) בהתאם למחיר מימוש שנקבע מראש. להלן שווי האופציות:

אלפי ש"ח	Put	Call
שווי נכס הבסיס	243,479	243,479
מחיר מימוש	206,500	226,500
תנודתיות	29.7%	29.7%
ריבית חסרת סיכון	3.21%	3.22%
תקופה	2.25	2.51
שווי אופציה	17,870	61,429
נטו	43,558	

מקורות משק המים הישראלי נחלקים למקורות טבעיים (בעיקר ימת הכנרת, אקוויפר החוף ואקוויפר ההר), המספקים כ-40% מצריכת המים בישראל, ומקורות מלאכותיים, שהינם בעיקר התפלת מי ים וטיהור שפכים ("השבת קולחים"). יצוין, כי מפיקת המים העיקרית בישראל הינה מקורות חברת המים בע"מ ("מקורות"), המפיקה כ-48% מסך כל כמות המים המופקים, המטוהרים והמותפלים בישראל, ומוליכה ומספקת כ-65% מצריכת המים בישראל (לרבות מים המסופקים לממלכת ירדן ולרשות הפלסטינית) וכ-77% מהצריכה הביתית בישראל².

התפלת מים היא הפרדה בין המים למלחים המומסים בהם כדי לקבל מים ראויים לשימוש. עיקר מי השתיה בישראל מקורם במים מותפלים וכ-90% מהמים המותפלים בישראל מופקים בשישה מתקנים להתפלת מי ים: מתקן ההתפלה באשקלון, בעל הספק של 118 מלמ"ק לשנה; מתקן ההתפלה בפלמחים, בעל הספק של 90 מלמ"ק לשנה; מתקן ההתפלה בחדרה, בעל הספק של 137 מלמ"ק לשנה; מתקן ההתפלה בשורק, בעל הספק של 151 מלמ"ק לשנה; מתקן ההתפלה באשדוד, בעל הספק של 100 מלמ"ק לשנה; ומתקן שורק ב', בעל הספק של 200 מלמ"ק לשנה. בהתאם לכך, כושר ההתפלה הכולל של מתקני מי הים הפועלים כיום עומד על כ-796 מלמ"ק לשנה.

על רקע הפעלת מתקן ההתפלה שורק 2 במרץ, 2025, בשנת 2025 הופקו בששת מתקני התפלת מי הים בישראל כ-680.6 מלמ"ק, לעומת כ-541.2 מלמ"ק בשנת 2024.

נוסף על מתקני התפלת מי הים, בישראל פועלים מספר מתקני התפלה שבהם מי הגלם הינם מים מליחים המופקים מקידוחים של מי תהום מליחים. מתקנים מסוג זה קיימים באילת, בערבה, בדרום מישור החוף ובשפלת החוף, באזור חוף כרמל. היקף ההתפלה של מים מליחים כיום הינו כ-82 מלמ"ק לשנה.

בנוסף, פועלת המדינה להגדלת כמות המים המותפלים בישראל באמצעות קידום מתקני התפלת מי ים נוספים והרחבת מתקנים קיימים. במסגרת זו מקודם מתקן ההתפלה בגליל המערבי, הנמצא בשלבי הקמה ומתוכנן ליכולת ייצור של כ-100 מלמ"ק בשנה ולתחילת אספקת מים במהלך שנת 2027. במקביל פורסם מכרז להרחבתו ולשדרוגו של מתקן ההתפלה באשקלון, מכושר ייצור נוכחי של כ-118 מלמ"ק בשנה לכ-220 מלמ"ק בשנה. באילת מקדמת מקורות את הרחבת מערך ההתפלה בסבחה, הכוללת מערכת ימית חדשה והקמת מתקן "סבחה ד'", במטרה להגדיל את כושר אספקת המים הכולל מכ-18 לכ-38 מלמ"ק בשנה. לצד פרויקטים אלה מקודמים מתקן ההתפלה בעמק חפר, המתוכנן לכושר כולל של עד כ-400 מלמ"ק בשנה, וכן פרויקט "גליל מערבי ב'". לפי תוכנית רשות המים שפורסמה בדוח מבקר המדינה, עמק חפר תוכנן בשתי פעימות: כ-200 מלמ"ק עד 2032 וכ-200 מלמ"ק נוספים עד 2036, אולם לוחות הזמנים והיקף ההפעלה בכל שלב עדיין עשויים להשתנות.

בהמשך ליעד שנקבע לפני מספר שנים, שלפיו כושר הייצור של מים מותפלים יעמוד על כ-1,100 מלמ"ק לשנה עד שנת 2030, אישרה הממשלה ביוני 2026 יעד ארוך טווח של כ-2,000 מלמ"ק מים מותפלים בשנה עד שנת 2050 ושל כ-2,750 מלמ"ק עד שנת 2075. הקמת מתקני ההתפלה והרחבת המתקנים הקיימים, כמפורט לעיל, משתלבות בתוכנית זו.

1 - רשות המים ומרכז המחקר והמידע של הכנסת
2 - מקורות, דוח תקופתי לשנת 2025

בעשור האחרון, חל גידול בצריכת המים הכוללת בישראל, בעיקר כתוצאה מגידול משמעותי בצריכה הביתית (לרבות הצריכה התעשייתית אשר משנת 2015 משויכת לצריכה ביתית). הסיבות לגידול בביקוש למים כוללות, בין היתר, גידול באוכלוסייה, עלייה ברמת החיים, גידול בצריכה במגזר הערבי והבדואי וגידול באספקת המים לרשות הפלסטינאית ולירדן. על פי נתוני רשות המים צריכת המים בישראל בשנת 2024 עמדה על כ-2,522 מלמ"ק, נתון הכולל מים שפירים, מים מליחים ומי קולחין. מתוך היקף זה כ-46% שימשו לצריכה ביתית ותעשייתית, והשאר לחקלאות. בעוד היקף המים המוזרמים לרש"פ ולירדן עומד בשנת 2024 על כ-215.3 מלמ"ק. היקף המים השפירים עמד על כ-1,690 מלמ"ק, לרבות המים שהוזרמו לרשות הפלסטינית ולירדן.

במקביל, מתמודדת ישראל שנים רבות עם משבר מים המתבטא במיעוט משקעים (וזאת על אף עליות אנקדוטליות בכמויות המשקעים, לדוגמה בשנים 2019-2020), הידלדלות מקורות המים הטבעיים שבה (מי תהום, מקורות מים עיליים וימת הכנרת) וזיהומם. בנוסף, ניצול יתר של משאבי מים טבעיים גורם להמלחת מי התהום, להפחתת זרימות המים בנחלים ולייבוש מעיינות. לשם התמודדות עם המחסור הגובר במים, ננקטים מספר מהלכים, אשר עיקרם הגדלת היצע המים המותפלים, כאמור לעיל, והגברת השבת הקולחים (בעיקר לחקלאות). לצד מהלכים אלה להגדלת מקורות המים, ננקטו צעדים להפחתת הצריכה, כגון חקיקה בעניין היקף צריכה כוללת מותרת למטרת חקלאות, העלאת תעריפי מים וחינוך והסברה לחיסכון במים.

במסגרת הסכם השלום עם ירדן משנת 1994, ישראל מחויבת להעביר לירדן כ-50 מלמ"ק מים בשנה. במאי 2021 נחתמה בין המדינות הסכמה נוספת, שלפיה הוגדלה אספקת המים לירדן לכ-100 מלמ"ק בשנה, כלומר תוספת של כ-50 מלמ"ק מעבר להסדר הבסיסי. בנובמבר 2021 נחתמה הצהרת כוונות בין ישראל, ירדן ואיחוד האמירויות לקידום "פרויקט שגשוג" במסגרתו תייצא ירדן לישראל חשמל סולארי בהיקף של 600 מגה-וואט בתוספת אגירה בשלב הראשון, וישראל תבחן יצוא מים מותפלים לירדן בהיקף של עד 200 מלמ"ק. ההסכמה הנוספת לאספקת כ-100 מלמ"ק בשנה הסתיימה בנובמבר 2025 ונכון למועד הדוח לא הוארכה מחדש. בפועל, ישראל סיפקה לממלכת ירדן כ-110 מלמ"ק בשנת 2024 וכ-103 מלמ"ק בשנת 2025. ברבעון הראשון של 2026 סיפקה ישראל לירדן ולרשות הפלסטינית יחד כ-25.3 מלמ"ק, לעומת כ-44 מלמ"ק בתקופה המקבילה בשנת 2025, בעיקר בשל ירידה בכמויות המים שהועברו לירדן לפי הנחיית רשות המים.

תעריפי המים

את תעריפי המים קובעת רשות המים והם אחידים לכל הצרכנים, הן לאלו שמקבלים את השירותים מתאגידי המים והן לאלו שמתגוררים ברשויות מקומיות שטרם הקימו תאגיד (או שפטורות מחובת הקמתו). רשות המים קובעת גם תעריף אחיד של אגרת הביוב לתאגידי המים, והאגרה נכללת בתעריפי המים.

מקורות מים טבעיים

כאמור לעיל, בישראל ישנם שלושה מקורות מים טבעיים מרכזיים האוגרים כ-2/3 מכמות המים המתחדשים מידי שנה: ימת הכנרת, אקוויפר החוף ואקוויפר ההר. מקורות מים אלו מכונים "המערכת התלת אגנית" ואליהם מתנקזים מרבית מי הגשמים היורדים בחודשי החורף. שלושת מאגרי המים מחוברים בניהם במערכת המוביל הארצי. להלן פירוט המקורות:

- **אגן הכנרת** - אגן הכנרת הינו מכלול כל מאגרי מי התהום אשר מתנקזים לאגם הכנרת, הממוקם בצפון מזרח מדינת ישראל. מקורות המילוי החוזר של אגן הכנרת, המספק כ-8% מצריכת המים בישראל, הם משקעים ישירים. רוב המים המנוצלים באגן זה הם מים עיליים בשאיבה ישירה מהכנרת בעוד מי התהום באגן מנוצלים בהיקף קטן בלבד. שטח ימת הכנרת מהווה 1/16 משטח אגן ההיקוות ועומד על כ-160 קמ"ר. הכנרת משמשת הן כמקור אספקת מים למערכת הארצית והן כמאגר תפעולי.

- **אקוויפר החוף** - אקוויפר החוף הינו מאגר מי תהום הממוקם לאורך מישור החוף של ישראל מתחת לפני הקרקע ומשתרע על פני שטח של כ-1,800 קמ"ר, מהכרמל ועד חבל עזה. האקוויפר מורכב משכבות חול וכורכר רדודות שיושבות מעל שכבה בלתי חדירה. אקוויפר החוף זמין ונוח לניצול וקידוח, אך רגיש מאוד לזיהומים. המילוי החוזר הטבעי לאקוויפר מוערך בכ-250 מלמ"ק בשנה, אשר מנוצל במלואו באמצעות מאות קידוחים הפרוסים לאורכו ורוחבו.

- **אקוויפר ההר** - אקוויפר ההר (אגן ירקון-תנינים) משתרע בין רכסי הרי יהודה ושומרון במזרח לחוף הים התיכון במערב, ובין עמק יזרעאל והכרמל בצפון לסיני בדרום. מי אקוויפר ההר נחשבים למים טובים ופחות פגיעים לזיהומים. מהאקוויפר ניתן לשאוב כמות של כ-304-484 מלמ"ק מים בשנה, והוא ניזון בעיקר ממי גשמים.

- **התפלה** - מים מותפלים משמשים מקור מים חשוב ומרכזי במשק המים בישראל, על רקע המחסור המתמשך במים טבעיים. בישראל פועלים שישה מתקנים עיקריים להתפלת מי ים וכן מתקנים להתפלת מי תהום מליחים, בעיקר בערבה. כל מתקני ההתפלה, למעט מתקן פלמחים שבבעלות בלוג'ן, הוקמו בשיטת BOT (Build, Operate, Transfer), שבה הזכיון מתכנן, בונה ומתפעל את המתקן למשך תקופת הזיכיון, שבסיומה עובר המתקן לבעלות המדינה. מתקן ההתפלה בפלמחים הוקם בשיטת BOO (Build, Operate, Own), כך שהמתקן נותר בבעלות הזכיון בסוף התקופה. בלוג'ן הינה אחד משני שחקני ההתפלה המובילים בישראל, ונכון להיום נתח השוק שלה בתחום התפלת מי ים מוערך בכ-27%.

- **השבת קולחים** - במדינת ישראל נוצרים מדי שנה כ-640 מלמ"ק שפכים³. מרביתם (93%) עוברים טיהור ברמה כלשהי במתקני טיהור שפכים הממוקמים, בדרך כלל, בסמוך לכל עיר. בכ-87% מהשפכים המטופלים נעשה שימוש חוזר, בעיקר לצורך השקיה חקלאית. שיעור השבת הקולחים בישראל הוא מהגבוהים בעולם. ההשבה מתבצעת באמצעות עשרות מפעלים לטיפול בשפכים, כאשר במהלך שנת 2024 נצרכו כ-554 מלמ"ק⁴ של מי קולחין, כ-81% מתוכם שימשו לצרכים חקלאיים. בלוג'ן הקימה ומפעילה מט"שים מוניציפאליים גדולים ובינוניים רבים, בין היתר מט"ש עכו, מט"ש בית שאן, מט"ש אשדוד, מט"ש קולחי השרון, מט"ש תימורים ומט"ש שדרות.

מקורות מים טבעיים (המשך)

• טיוב מי בארות⁵ - בשל חריגות מהאיכות הנדרשת בתקנות מי שתיה, בעשורים האחרונים נפסלו על ידי משרד הבריאות כ-200 קידוחים לאספקה ישירה של מי שתיה. לרוב, החריגות מהתקן נבעו משילוב של דעיכה מתמשכת באיכות מי התהום, גילוי מוקדי זיהום חדשים באקוויפר או החמרה של תקן מי השתייה.

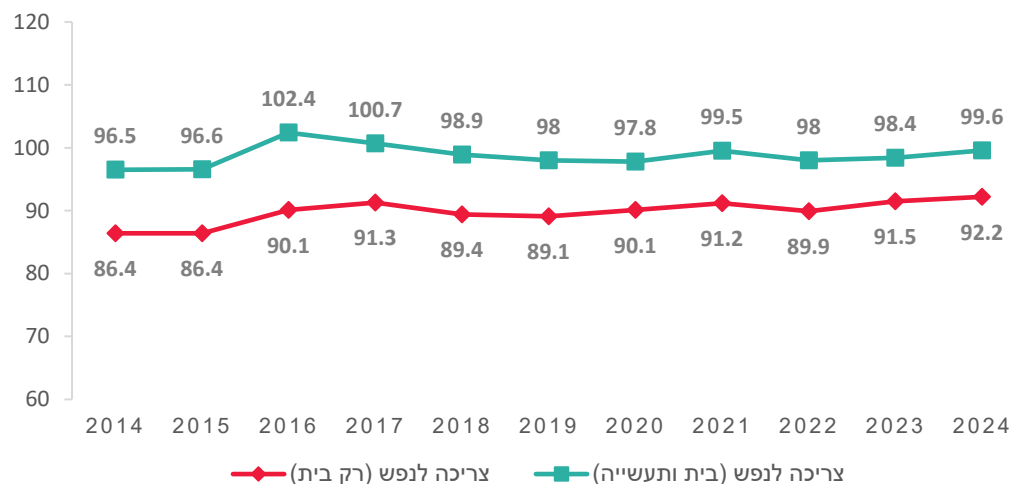
התוכנית הלאומית מתווה השקעה כוללת של כ-7.3 עד 7.5 מיליארד ש"ח (עד לשנת 2030-2032) במטרה להרחיב ולשדרג את תשתיות הטיפול בשפכים בישראל. התוכנית מקדמת קונסולידציה של השוק כולל ביטול של כ-20-23 מט"שים קטנים, הקמה והרחבה של כ-65 מט"שים אזוריים גדולים, פיתוח מאסיבי של מערכת השפד"ן והקמת מרכזים לטיפול בבוצה.

למרות חסמים רגולטוריים ותקציביים המעכבים כיום את היישום בשטח (המנוהלים באמצעות מנהלת ייעודית ברשות המים), התהליך מייצר הזדמנויות עסקיות משמעותיות: פתיחת השוק לתחרות מול תאגידי המים (מתן היתר לחברות מקורות וגורמים פרטיים להקים ולתפעל מט"שים), ואפשרויות ליצירת שיתופי פעולה אסטרטגיים בהקמה ותפעול מתקנים.

3 - המשרד להגנת הסביבה
4 - סקר צריכת המים לשנת 2024 - רשות המים.
5 - אתר רשות המים

ביקוש וצריכת המים בישראל

להלן, תרשים המציג את כמויות צריכת המים הסגוליות לנפש בישראל בשנה (במ"ק):



צריכת המים הסגולית מחושבת כסה"כ צריכת המים השפירים למגזר הביתי (כל צריכה שאינה חקלאית) מחולקת לאוכלוסייה. בתוכנית האב למשק המים משנת 2012 ניתנה תחזית מאזן מקורות המים בישראל לטווח הבינוני והארוך (בהנחה שהיצע המים הטבעיים יפחת והיקף השבת הקולחים יגדל). לפי תחזית זו עתיד להיווצר פער בין היצע המים ובין הצריכה ופער זה עתיד ללכת ולגדול בעשורים הבאים. עד שנת 2030, צפוי היצע של 2,715 מלמ"ק ומחסור של 50 מלמ"ק לעומת הצריכה הצפויה; ובשנת 2050 צפויים היצע של כ-2,900 מלמ"ק ומחסור של 671 מלמ"ק לעומת הצריכה הצפויה. לפי התוכנית, כדי להתמודד עם הפער בין ההיצע לביקוש נדרשת השלמה על ידי מקורות מים מלאכותיים (התפלת מים מליחים ומי ים וייבוא מים) - השלמה של כ-1,500 מלמ"ק עד שנת 2050.

מבנה משק המים

חוק המים, התשי"ט-1959 מסדיר את נושא המים בישראל בקביעת מדיניות מרחבית כוללת, והוא ההסדר המשפטי המקיף ביותר בנושא משק המים בישראל. החוק קובע כי מקורות המים במדינה הם קניין הציבור, נתונים לשליטתה של המדינה, ומיועדים לצורכי תושביה ולפיתוח הארץ. שרשרת אספקת המים מורכבת מכמה מקטעים ומאופיינת בריבוי גורמים:

- **מקטע ההפקה** - כולל את חברת מקורות, מתקני התפלת מי ים, וספקים מקומיים שעוסקים בשאיבת מים.
- **מקטע החלוקה** - נכללים בעיקר תאגידי מים, רשויות מקומיות שטרם התאגדו או שאינן חבות בתיאגוד, וספקים מקומיים אחרים.
- **מקטע איסוף וטיפול בשפכים** - בדרך כלל, ספקי המים (ותאגידים אחרים) גם אוספים את הביוב מצרכני הקצה ומעבירים אותו למתקני טיפול בשפכים, המוחזקים על ידי איגודי ערים או ספקים מקומיים.
- **מקטע השבת קולחין** - שימוש בשפכים שעברו טיפול לטובת השקייה חקלאית.
- על כל אותם מאות גופים מפקחת הרשות הממשלתית למים ולביוב (רשות המים).

מנהלת ההתפלה (WDA)

מנהלת ההתפלה הינה גוף בין משרדי אשר אמון על ניהול ההסכמים עם מתקני ההתפלה לאורך כל תקופת ההסכם משלב המכרז, ההקמה והתפעול.

רשות המים

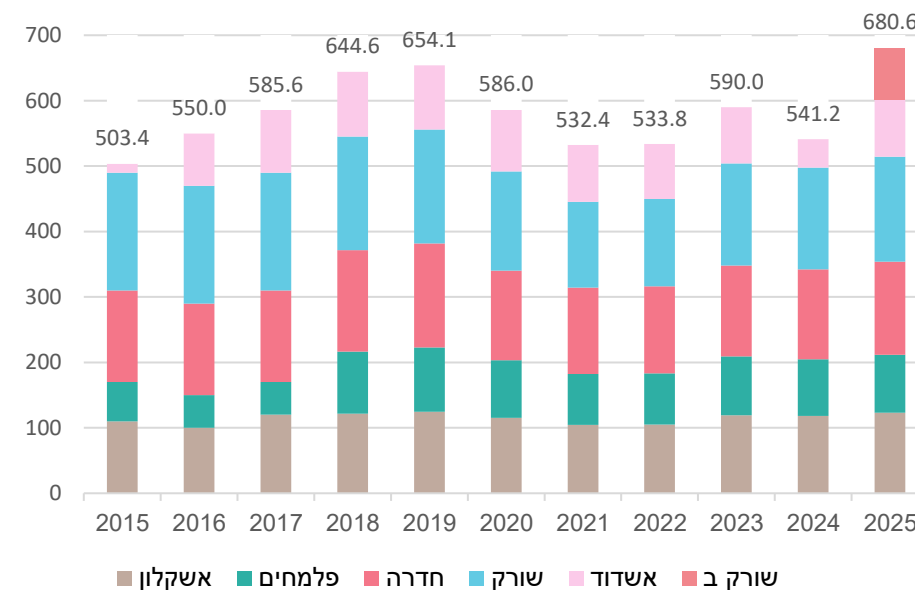
בינואר 2007 הוקמה הרשות הממשלתית למים ולביוב (להלן: "רשות המים"), רשות פיקוח ממלכתית בתחום שירותי המים והביוב. הרשות הוקמה כדי לרכז את סמכויות הניהול והאסדרה שתהווה גורם ממשלתי יחיד שיופקד על ניהול משק המים בישראל, להסדירו ולפקח עליו. רשות המים אחראית לרגולציה של משק המים, ניהולו, תפעולו ופיתוחו. כן אחראית הרשות על שימור ושיקום מקורות מים טבעיים, פיתוח מקורות מים חדשים וקביעת המחירים למגזרים השונים, קביעת אמות מידה לשירותים שעל תאגידי המים לספק; פיקוח על קיום חובות התאגיד לפי אמות המידה; קביעת כללים לחישוב עלות השירותים שעל התאגיד לספק וכללים בדבר תשלומים ותעריפים.

חברת מקורות

חברת מקורות היא חברת תשתית המספקת את מרבית המים הנצרכים בישראל. מקורות, שמוגדרת חברת המים הלאומית, היא חברה בבעלות ממשלתית מלאה ופעילותה כפופה לרשות המים. היא משמשת ספק שירות חיוני ויש לה מונופול בתחום הולכת המים ואספקתם. עיקר פעילותה של מקורות הוא הפקת מים שפירים (או רכישתם) והולכתם בצנרת מרכזית עד למרכזי צריכת מים. נוסף על כך, חברת מקורות פועלת בתחומי השבת קולחים, אספקת מים מליחים והתפלה. מערכות התשתית המשמשות את מקורות הוקמו בהדרגה, בד בבד עם התפתחות המדינה. בשנת 2024 חברת מקורות סיפקה 65% מהמים בישראל, כ-1,898.6 מלמ"ק.

התפלה לאורך השנים

בשנת 2025 הופקו בישראל כ-680.6 מלמ"ק מים מותפלים (מ-6 המתקנים העיקריים) לעומת כ-541 וכ-590 מלמ"ק בשנים 2024 ו-2023 בהתאמה. להלן כמויות המים שהותפלו בשנים 2015-2025 בפילוח לפי מיקום המתקן בו בוצעה ההתפלה:



התפלת מים בישראל

מתקן ההתפלה הראשון בישראל הוקם באילת בשנות ה-70. בשנת 1999, על רקע משבר מים חמור, קבעה ממשלת ישראל כי יש להיערך להתפלת מי ים. בשנים הבאות קיבלה הממשלה שורה של החלטות על הקמת מתקני התפלה, ומתקן התפלת מי הים הראשון החל לפעול בשנת 2005 באשקלון. בהמשך החלו לפעול מתקנים נוספים להתפלת מי ים: פלמחים בשנת 2007, חדרה בשנת 2009, שורק בשנת 2013, אשדוד בשנת 2015, ושורק ב' בשנת 2025. נוסף עליהם פועלים ברחבי ישראל עוד כמה מתקני התפלת מים מליחים, שמפיקים כמה עשרות מלמ"ק נוספים בשנה. שיטת ההקמה והזכיינות של מתקני ההתפלה מתוארת לעיל. להערכת החברה, כמות המים השנתית המותפלת במתקני ההתפלה שבהחזקתה (פלמחים ואשדוד), מהווה 24% מכמות המים של כלל מתקני ההתפלה בישראל.

בשנת 2021 הודיעה רשות המים על האצת התוכנית הסטטוטורית לתכנון מתקן ההתפלה בעמק חפר. בפברואר 2024 פורסם מכרז BOT לשיפוץ, להרחבה ולהפעלה של מתקן ההתפלה באשקלון, עם סיום תקופת הזיכיון הראשונה של המתקן.

בצורת בישראל⁶

כפי שעולה מנתונים שפרסמה רשות המים חורף 2024/25 היה מהשחונים ביותר שידעה ישראל במאה השנים האחרונות. במהלך עונת הגשמים נמדדו כמויות משקעים נמוכות במיוחד, כאשר באזורים הקריטיים למילוי מקורות המים נרשמה כמות של כ-55% בלבד מהממוצע הרב-שנתי. בדרום הארץ המצב היה חמור אף יותר, עם כ-33% בלבד מהממוצע. מפלס הכנרת עלה בינואר ב-2 ס"מ בלבד, וספיקת נהר הירדן הייתה הנמוכה ביותר מאז שנת 1960. לראשונה מזה שנים, לא נרשמו גאות משמעותיות בנחלי הארץ במהלך ינואר זו תופעה שהעידה על היובש הקיצוני. היוצא מן הכלל היחיד היה אירוע גשם מקומי באזור מורדות הכרמל, שם תחנות מדידה בזיכרון יעקב ומעגן מיכאל הציגו נתונים חריגים, כולל תחנת נחל תנינים שבה נמדדו 563 מ"מ - מעל הממוצע העונתי. למרות גשמים קלים שירדו בהמשך, הם לא שיפרו את המצב באופן משמעותי. ראש רשות המים, יחזקאל ליפשיץ, ציין כי היערכות מוקדמת וניהול מושכל של משק המים אפשרו אספקה סדירה של מים, תוך ניטור מתמיד של מקורות המים ובחינת דרכים להרחבת יכולות ההפקה והייצור.

שוק המים בחו"ל

השוק הבינ"ל נמצא במגמת גידול בדרישה לפתרונות התפלה וטיפול בשפכים. פחות מ-30% מצרכי העולם מסופקים במיחזור מי שפכים, בעוד שחלקים שלמים בעולם נמצאים במחסור אמיתי של מי שתיה. הבצורת ונזקי האקלים רק מהשנה שעברה הדגישו צרכים הולכים ועולים אף בעולם המערבי המתקדם, חלק ממדינות אירופה, ומדינות ארה"ב המחפשות פתרונות ושירות בתחומים אילו.

6 – השירות המטאורולוגי הישראלי, סיכום עונת 2024-2025

שוק המים והשפכים בעולם מוערך בכ-800 מיליארד דולר כאשר השוק המוניציפלי מהווה כ-75% והשאר תעשייתי. כ-50% משוק המים משויך לתפעול ותחזוקה, וטכנולוגיות מים ושפכים מהווים כ-13% לפי שווי שוק שמוערך ב-105 מיליארד דולר, מתוכם 47% משויכים לטיפול בשפכים, 37% משויכים לטיפול מים, והשאר טיפול בבוצה.

על רקע היכולות המתקדמות של בלוג'ן בהתפלה ובבניית מתקנים רבים המספקים פתרונות הן למגזר התעשייתי והן למגזר המוניציפלי, בלוג'ן משקיעה מאמצים בחדירה לשווקים בין-לאומיים עם מערך מכירות ותמיכה לקידום אסטרטגית החברה. פתרונות המים והשפכים מאפשרת לחברה להציע מגוון רחב של פתרונות בהתאמה לתעשייה וללקוח. לחברה מאות רפרנסים בפתרונות למגזר התעשייתי, בין היתר בתחומי הפארמה, מזון, טקסטיל, כימיקלים פטרוכימי ועוד, עם פרויקטים מוצלחים שבוצעו במעל 50 מדינות בעולם.

לצד הביקוש הגובר לפתרונות התפלה ומיחזור שפכים, שוק המים העולמי מושפע מהחמרה רגולטורית בארה"ב ובאירופה סביב טיפול במיקרו-מזהמים, ובראשם תרכובות PFAS ("כימיקלים לנצח").

כיום, תקנים מחמירים להגבלת זיהום PFAS כבר נכנסו לתוקף באירופה ובכ-24 מדינות בארה"ב עבור מי שתייה, כאשר במגזר התעשייתי הדרישות מתמקדות כעת בטיפול נקודתי אצל יצרני PFAS ישירים, מתוך צפי להתרחבות עתידית של האסדרה גם לקולחים ושפכי תעשייה כלליים. התפתחויות אלו מהוות מנוע צמיחה עבור בלוג'ן, המציעה פתרונות טכנולוגיים מוכחים להרחקת PFAS ומיקרו-מזהמים ממי שתייה, ובמקביל מרחיבה ומפתחת את יכולותיה כדי לענות על צורכי השוק והחמרת דרישות הרגולטור בשנים הקרובות.

נכון ל-2024 בישראל כ-6.38 מיליון טונות פסולת עירונית, לעומת כ-5.0 מיליון טונות בשנת 2014, גידול של כ-28% בעשור. מתוך הכמות שנאספה בשנת 2024, כ-4.82 מיליון טונות הועברו להטמנה וכ-1.55 מיליון טונות הועברו למחזור ולהשבה, כך ששיעור המחזור וההשבה עמד על כ-24% בלבד. נתונים אלה משקפים המשך גידול בכמות הפסולת העירונית, הנובע בעיקר מגידול אוכלוסייה ומשינוי בהרגלי הצריכה. על פי הערכות המשרד להגנת הסביבה, כמות הפסולת העירונית תעלה ותגיע בשנת 2030 לכ-7.5 מיליון טונות.

היררכיית הטיפול בפסולת כוללת 5 רמות, מסודרות מהפתרון הסביבתי ביותר ועד לפתרון בעל ההשפעה הסביבתית השלילית ביותר:

- הפחתה במקור - כל פעולה הקשורה בעיצוב, בייצור, ברכישה או בשימוש בחומרים או במוצרים המובילה להפחתת כמות הפסולת לפני כניסתה לזרם הפסולת.
- שימוש חוזר - מוצרים הנאספים לאחר השימוש במטרה לעשות בהם שימוש חוזר לצורך אותה מטרה שלשמה נוצרו (לדוגמה: בקבוקים ומוצרי יד שניה).
- מיחזור - הוצאת חומרים מזרם הפסולת ושימוש בהם כחומרי גלם למוצרים חדשים.

- השבה - שאריות פסולת שאינן בנות מיחזור משמשות להפקת אנרגיה בטכנולוגיות מתקדמות: שריפה ישירה של פסולת, דלק מעובד מפסולת (RDF - Refuse Derived Fuel) גזיפיקציה (המרת חומרים אורגניים לגז סינתטי) ופירוליזה (פירוק חומר בטמפרטורות גבוהות). בשנת 2025 פרסמה הממשלה מכרז להקמת מתקן השבת אנרגיה מפסולת באזור התעשייה נאות חובב, שייעודו לטפל בפסולת עירונית באזור הדרום שאינה ניתנת למיחזור. בפברואר 2026 זכתה בלוג'ן יחד עם שפיר הנדסה במכרז כאמור והן עתידות להקים את מתקן ההשבה הראשון בישראל.
- הטמנה - הטמנת הפסולת נמצאת בעדיפות אחרונה בהיררכיית הטיפול בפסולת בשל עלותה הסביבתית הגבוהה. כיום מרבית הפסולת בישראל מוטמנת במספר מצומצם של אתרי הטמנה, רובם מרוכזים בדרום הארץ.

מתקני פסולת בישראל

- תחנות מעבר - אתרים שאליהם מופנית פסולת על ידי קבלני איסוף הפסולת באופן זמני, וממנה מועברת לתחנתה הסופית. ברובן המוחלט של תחנות מעבר אלה הפסולת ממוינת ברמה בסיסית ביותר (לדוגמה, חילוץ מתכות בלבד) ומרביתה מועברת להטמנה (כמפורט להלן). תחנות המעבר אינן עומדות בקנה אחד עם התוכנית האסטרטגית של המשרד להגנת הסביבה.
- מתקני מיון - מתקנים מתקדמים הקולטים פסולת מעורבת וכן פסולת שנאספה בדרגות שונות של הפרדה ומבצעים תהליכי מיון לתוצרים שונים, המיועדים למחזור ו/או להשבה. כיום מתקנים אלו בישראל הינם ספורים, אולם התוכנית האסטרטגית של המשרד להגנת הסביבה תומכת במעבר למתקנים אלה לצד סגירת תחנות המעבר.
- קליטה וטיפול בפסולת הממוינת במפעלי המיחזור - זרמי הפסולת הממוינת (בין אם מוינו על ידי משקי הבית במקור ובין אם במתקני המיון), מועברים לטיפול מקדים במפעלי מחזור שונים המטפלים בזרמי הפסולת ומייצרים מהם חומרי גלם שונים לשימוש חוזר במוצרים אחרים. קיימים מפעלים למחזור פסולת אלקטרונית, זכוכית, פלסטיק, צמיגים ופסולת בנין. יצוין, כי המשרד להגנת הסביבה תומך בהקמת מפעלי מחזור, בהגברת הביקושים למוצרים מחומרי גלם ממוחזרים ובמפעלים התומכים בתעשייה זו.
- מתקני טיפול בפסולת אורגנית - מתקנים שנועדו לטפל בחומר הפריק ביולוגית המגיע ממתקני מעבר ומיון פסולת או שהופרדו במקור.

המשרד להגנת הסביבה הקצה כ-1.8 מיליארד ש"ח לשם הקמת מתקנים אזוריים לטיפול בפסולת אורגנית, ובחודש דצמבר 2023, הגיעו המשרד להגנת הסביבה ומשרד האוצר לסיכום תקציבי לפיו המשרד להגנת הסביבה יתקצב בהרשאה להתחייב לפי קצב ביצוע בפועל ב-2 מיליארד ש"ח (כלומר, כספים בסכום זה שיאפשרו למשרד אשראי ובטוחות מדינה להתחייב על ביצוע מיזמים ולשלם כפוף לביצוע) על בסיס הכנסות עתידיות בין השנים 2024-2030. לפי עדכון מרכז המחקר והמידע של הכנסת מפברואר 2026, נכון לינואר 2026 המשרד להגנת הסביבה מקדם ומלווה לפחות 50 מיזמים בתחום מתקני הקצה לפסולת, ובהם 16 מתקני מיון, 19 מתקני טיפול בפסולת אורגנית ו-15 מתקני השבה לאנרגיה.

למרות עלייה מסוימת בשיעור הפסולת הממוחזרת בשנים האחרונות, ישראל עודנה מאופיינת בתלות גבוהה בהטמנה: בשנת 2024 הוטמנו כ-76% מהפסולת העירונית בישראל, שיעור גבוה בהשוואה לכ-40% במדינות ה-OECD, כ-53% בארצות הברית וכ-24% באירופה.

בחודש דצמבר 2020 הוצגה התוכנית האסטרטגית, אשר החזון העומד בבסיסה הינו הפיכת כלכלת מדינת ישראל עד שנת 2050 מכלכלה לינארית לכלכלה מעגלית השואפת לאפס פסולת, בהתבסס על שלוש מטרות מרכזיות:

1. מניעת ייצור פסולת במקור והפחתת ייצור הפסולת לנפח.
2. הפיכת פסולת למשאב תוך ייעול השימוש במשאבים ומיצוי פוטנציאל השימוש בפסולת.

3. הפחתת ההשפעות הסביבתיות השליליות של שרשרת הטיפול בפסולת.

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

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

לעמידה ביעדי המשרד להגנת הסביבה להפחתת שיעור ההטמנה ל-20%, יידרשו השקעות המוערכות במיליארדי ש"ח, וזאת להקמת עשרות מתקני טיפול בפסולת מכלל הסוגים. להערכת החברה, סך ההשקעות להקמת מתקנים חדשים בתחום, בשני העשורים הקרובים, עשוי לעמוד על כ-20 מיליארד ש"ח (ברוטו, לפני ניכוי מענקי הקמה מטעם קרן הניקיון). קרן הניקיון⁸ מהווה כלי מרכזי לתמיכה ביישום אסטרטגיית הפסולת, ובשנים האחרונות ניתן דגש על סיוע במימון הקמת תשתיות מיון, טיפול והשבת אנרגיה מפסולת. כך, בין היתר, הקצתה הקרן כ-2.1 מיליארד ש"ח לתמיכה במתקני מיון מתקדמים, הכוללת תמיכה של עד 60% מעלות הקמת המתקן ותמיכה בהפעלתו. בנוסף, הקרן הקצתה כ-2.9 מיליארד ש"ח לתמיכה בהקמה, שדרוג והפעלה של מתקני טיפול בפסולת אורגנית.

כ-80% מהפסולת העירונית בישראל עדיין מועברת להטמנה, בעוד שנפח ההטמנה הזמין במטמנות הפעילות הולך ואוזל בקצב קריטי. כיום פועלות בישראל מטמנות פעילות מעטות בלבד ובראשן גני הדס ואפעה בדרום, לצד תאנים וחלמיש בצפון. מטמנות מרכזיות כגון חשבון ודודאים הגיעו או מתקרבות למיצוי קיבולת מלא, ומטמנות נוספות צפויות להיסגר בשנים הקרובות עקב מגבלות נפח וחסמים סטטוטוריים.

המחסור החמור בשטחי הטמנה זמינים במרכז הארץ מייצר שינוע יומי של אלפי משאיות פסולת לדרום, ומביא לזינוק חד בעלויות השינוע, ההטמנה והיטלי ההטמנה.

נתונים אלו, לצד התנגדויות ציבוריות וסטטוטוריות נרחבות להקמת אתרים חדשים (תופעת NIMBY) מחדדים את דחיפות המעבר לפתרונות מיון, מחזור והשבת אנרגיה, ומציבים את היעד הממשלתי להורדת שיעור ההטמנה ל-20% בלבד כצורך לאומי אסטרגי ומנוע צמיחה מרכזי לקבוצה.

בלוג'ן, אשר יחד עם החברות הבנות שלה, ממוצבת כאחד מהשחקנים המובילים בענף הפסולת בישראל ופועלת בכל שרשרת הערך, נערכת להוביל את תנופת ההשקעות הצפויה בתחום בעשורים הבאים. יצוין כי להערכת החברה, בהינתן המצב הנוכחי בו נמצא משק הפסולת בישראל, הצורך בהקמת מתקנים חדשים הינו מיידי, וניכר כי תובנה זו משותפת גם למשרד להגנת הסביבה ולגופי הממשלה השונים.

התוכנית האסטרטגית כאמור עודכנה במהלך שנת 2024, למיון 100% מהפסולת, להורדת שיעור ההטמנה ל-65%, למחזור 51% מהפסולת ולעלייה בשיעור הפסולת המעורבת שתעבור מחזור והשבה לאנרגיה (מכלל הפסולת המיוצרת) ל-35% וכל זאת, עד לשנת 2030. התוכנית האסטרטגית מגדירה כיעד את הפיכת כלכלת מדינת ישראל לכלכלה מעגלית השואפת לאפס פסולת עד שנת 2050. בחודש אוקטובר 2024 פרסם משרד האוצר טיוטת תוכנית כלכלית אשר קבעה, בין היתר, יעד של שיעור הטמנת פסולת עירונית שלא יעלה על 20% עד שנת 2050, ועוד קבעה שבהתאם לצרכי המשק נדרשים כ-100 מתקני קצה (השבה, הטמנה, מיון וטיפול). נכון למועד הדוח, טרם הושלמה חקיקת מסגרת מחייבת.



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

❖ שיטת היוון תזרימי המזומנים;

❖ שיטת ההשוואה לעסקאות דומות;

❖ שיטת השווי הנכסי.

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

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

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

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

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

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

שיטת ההשוואה לעסקאות דומות + גישת השווי הנכסי

גישת השוואה לעסקאות דומות

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

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

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

גישת השווי הנכסי

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

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

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

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

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

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

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

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

בעבודה זו, חישבנו את שווי החברה באמצעות חיבור של שווי מרכיביה השונים. לצורך כך אימצנו

מספר גישות כדי להעריך את השווי של כל מרכיב:

❖ שיטת היוון תזרימי המזומנים (DCF). על-פי גישה זו, בנינו את תזרימי המזומנים העתידיים שפעילות צפויה להפיק בתרחיש סביר, על בסיס הפרמטרים אשר יפורטו להלן. תזרימי המזומנים העתידיים הונו בשיעור ניכיון לאחר מס הנמצא מתאים לאופי הפעילות הנבחרת, ואשר משקף את רמת הסיכון הקיימת בה.

❖ שיטת היוון תזרימי המזומנים לבעלי המניות (FCFE) – שיטה זו דומה במהותה לשיטת היוון תזרימי המזומנים (DCF), רק שבשיטה זו נלקחים בחשבון היבטי מימון.

להלן שלבי הערכת שווי בשיטת היוון תזרימי המזומנים:

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

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

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

כדי לקבוע את שווי הפעילות על פי מודל היוון תזרימי המזומנים, יש לקבוע את מקדם ההיוון הרצוי להיוון תזרימי המזומנים החופשיים, קרי תזרים המזומנים התפעולי ולאחר ההשקעות ברכוש קבוע ושינוי בהון חוזר, במחיר הון המשקף את הסיכון בפעילות. מקדם ההיוון מהווה את הבסיס להיוון תזרימי המזומנים העתידיים ותרגומם לערכים נוכחיים.

לצורך קביעת מחיר ההון המשוקלל של הפעילות, נעשה שימוש בנוסחת ה-WACC ובמודל ה-CAPM.

הנוסחה לקביעת מחיר ההון המשוקלל של הפעילות הינה:

$$WACC = D/(D + E) * K_d * (1 - T) + E/(D + E) * K_e$$

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

להלן פירוט המשתנים המשמשים לחישוב מחיר ההון המשוקלל של הפעילות:

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

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

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

Kd – עלות ההון הזר.

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

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

$$K_e = R_f + \beta(R_m - R_f) + SCP + SRP$$

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

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

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

שיעור הון (WACC) גרין-נט:

פרמטרים	סימון	ערך	מקור
חוב (%)	D/V	19%	בהתאם לממוצע חברות השוואה
הון עצמי (%)	E/V	81%	בהתאם לממוצע חברות השוואה
מחיר הון זר	Kd	5.78%	מחיר החוב נומינלי לתקופה של 12.5 שנים, דירוג a3, נכון למועד הערכת השווי, מערכת מרווח הוגן
שיעור המס	1-T	77%	ע"פ שיעור המס הסטטוטורי בישראל לטווח הארוך 23%
ריבית חסרת סיכון	Rf	3.69%	תשואה נומינלית של אג"ח ממשלתי בישראל למועד הערכת השווי למח"מ המתקן, ממערכת מרווח הוגן
פרמיית הסיכון של השוק	Rm-Rf	5.51%	פרמיית הסיכון של ישראל ע"פ Damodaran, נכון ליום 1 ביולי 2026
ביטא	Beta	0.58	ממוצע ביטאות, חברות ההשוואה
פרמיית גודל	SCP	4.37%	KROLL 2026
פרמיית סיכון ספציפית	SRP	0.75%	פרמיה ספציפית
מחיר ההון העצמי	Ke	11.98%	$Rf + \beta(Rm - Rf) + SCP + SRP$
מחיר הון ממוצע משוקלל - לאחר מס		WACC	10.50%
		$(D/V) * (1-T) * Kd + (E/V) * Ke$	

שיעור הון (WACC) חירייה:

פרמטרים	סימון	ערך	מקור
חוב (%)	D/V	19%	בהתאם לממוצע חברות השוואה
הון עצמי (%)	E/V	81%	בהתאם לממוצע חברות השוואה
מחיר הון זר	Kd	5.40%	מחיר החוב נומינלי לתקופה של 15 שנים, דירוג a3, נכון למועד הערכת השווי, מערכת מרווח הוגן
שיעור המס	1-T	77%	ע"פ שיעור המס הסטטוטורי בישראל לטווח הארוך 23%
ריבית חסרת סיכון	Rf	3.37%	תשואה נומינלית של אג"ח ממשלתי בישראל למועד הערכת השווי (מח"מ 15), ממערכת מרווח הוגן
פרמיית הסיכון של השוק	Rm-Rf	5.51%	פרמיית הסיכון של ישראל ע"פ Damodaran, נכון ליום 1 ביולי 2026
ביטא	Beta	0.58	ממוצע ביטאות, חברות ההשוואה
פרמיית גודל	SCP	4.37%	KROLL 2026
פרמיית סיכון ספציפית	SRP	5.00%	פרמיה ספציפית
מחיר ההון העצמי	Ke	15.91%	$Rf + \beta(Rm - Rf) + SCP + SRP$
מחיר הון ממוצע משוקלל - לאחר מס		WACC	13.75%
		$(D/V) * (1-T) * Kd + (E/V) * Ke$	

נספח ג' - שיעורי היוון

קביעת מחיר ההון המשוקלל

שיעור היוון (WACC) כפר גלעדי:

פרמטרים	סימון	ערך	מקור
חוב (%)	D/V	19%	בהתאם לממוצע חברות השוואה
הון עצמי (%)	E/V	81%	בהתאם לממוצע חברות השוואה
מחיר הון זר	Kd	6.10%	מחיר החוב נומינלי דירוג a3, נכון למועד הערכת השווי, מערכת מרווח הוגן
שיעור המס	1-T	77%	ע"פ שיעור המס הסטטוטורי בישראל לטווח הארוך 23%
ריבית חסרת סיכון	Rf	3.95%	תשואה נומינלית של אג"ח ממשלתי בישראל למועד הערכת השווי, ממערכת מרווח הוגן
פרמיית הסיכון של השוק	Rm-Rf	5.51%	פרמיית הסיכון של ישראל ע"פ Damodaran, נכון ליום 1 ביולי 2026
ביטא	Beta	0.58	ממוצע ביטאות, חברות ההשוואה
פרמיית גודל	SCP	4.37%	KROLL 2026
פרמיית סיכון ספציפית	SRP	5.00%	פרמיה ספציפית
מחיר ההון העצמי	Ke	16.49%	$Rf + \beta * (Rm - Rf) + SCP + SRP$
מחיר הון ממוצע משוקלל - לאחר מס		WACC	14.25%
		$(D/V) * (1-T) * Kd + (E/V) * Ke$	

שיעור היוון (WACC) הפרדה במקור:

פרמטרים	סימון	ערך	מקור
חוב (%)	D/V	19%	בהתאם לממוצע חברות השוואה
הון עצמי (%)	E/V	81%	בהתאם לממוצע חברות השוואה
מחיר הון זר	Kd	6.18%	מחיר החוב נומינלי לתקופה של 15 שנים, דירוג baa1, נכון למועד הערכת השווי, מערכת מרווח הוגן
שיעור המס	1-T	77%	ע"פ שיעור המס הסטטוטורי בישראל לטווח הארוך 23%
ריבית חסרת סיכון	Rf	3.95%	תשואה נומינלית של אג"ח ממשלתי בישראל למועד הערכת השווי (מח"מ 15), ממערכת מרווח הוגן
פרמיית הסיכון של השוק	Rm-Rf	5.51%	פרמיית הסיכון של ישראל ע"פ Damodaran, נכון ליום 1 ביולי 2026
ביטא	Beta	0.58	ממוצע ביטאות, חברות ההשוואה
פרמיית גודל	SCP	4.37%	KROLL 2026
מחיר ההון העצמי	Ke	11.49%	$Rf + \beta * (Rm - Rf) + SCP + SRP$
מחיר הון ממוצע משוקלל - לאחר מס		WACC	10.25%
		$(D/V) * (1-T) * Kd + (E/V) * Ke$	

נספח ג' - שיעורי הון

קביעת מחיר ההון המשוקלל

שיעור הון (Ke) סמארט וויסט זכיון:

פרמטרים	סימון	ערך	מקור
חוב (%)	D/V	59%	בהתאם למינוף הפנימי של הפרויקט
הון עצמי (%)	E/V	41%	בהתאם למינוף הפנימי של הפרויקט
ביטא	Beta	1.25	ממוצע ביטאות, חברות ההשוואה
ריבית חסרת סיכון	Rf	3.72%	תשואה נומינלית של אג"ח ממשלתי בישראל למועד הערכת השווי, לפי מח"מ הפרויקט, ממערכת מרווח הוגן
פרמיית הסיכון של השוק	Rm-Rf	5.51%	פרמיית הסיכון של ישראל ע"פ Damodaran, נכון ליום 1 ביולי 2026
פרמיית סיכון ספציפית	SRP	2.00%	פרמיה ספציפית
מחיר ההון העצמי	Ke	12.50%	$Rf + \beta \cdot (Rm - Rf) + SCP + SRP$

שיעור הון (Ke) דיה זכיון:

פרמטרים	סימון	ערך	מקור
חוב (%)	D/V	61%	בהתאם למינוף הפנימי של הפרויקט
הון עצמי (%)	E/V	39%	בהתאם למינוף הפנימי של הפרויקט
ביטא	Beta	1.31	ממוצע ביטאות, חברות ההשוואה
ריבית חסרת סיכון	Rf	3.56%	תשואה נומינלית של אג"ח ממשלתי בישראל למועד הערכת השווי, לפי מח"מ הפרויקט, ממערכת מרווח הוגן
פרמיית הסיכון של השוק	Rm-Rf	5.51%	פרמיית הסיכון של ישראל ע"פ Damodaran, נכון ליום 1 ביולי 2026
פרמיית סיכון ספציפית	SRP	3.00%	פרמיה ספציפית
מחיר ההון העצמי	Ke	13.75%	$Rf + \beta \cdot (Rm - Rf) + SCP + SRP$

נספח ג' - שיעורי הון

קביעת מחיר ההון המשוקלל

שיעור הון (Ke) נאות חובב:

פרמטרים	סימון	ערך	מקור
חוב (%)	D/V	53%	בהתאם לממוצע חברות השוואה
הון עצמי (%)	E/V	47%	בהתאם לממוצע חברות השוואה
ביטא	Beta	1.12	ממוצע ביטאות, חברות ההשוואה
ריבית חסרת סיכון	Rf	3.95%	תשואה נומינלית של אג"ח ממשלתי בישראל למועד הערכת השווי, לפי מח"מ הפרויקט, ממערכת מרווח הוגן
פרמיית הסיכון של השוק	Rm-Rf	5.51%	פרמיית הסיכון של ישראל ע"פ Damodaran, נכון ליום 1 ביולי 2026
פרמיית סיכון ספציפית	SRP	3.50%	פרמיה ספציפית
מחיר ההון העצמי	Ke	13.50%	$Rf + \beta(Rm - Rf) + SCP + SRP$

שיעור הון (WACC) גרינסויל:

פרמטרים	סימון	ערך	מקור
חוב (%)	D/V	19%	בהתאם לממוצע חברות השוואה
הון עצמי (%)	E/V	81%	בהתאם לממוצע חברות השוואה
מחיר הון זר	Kd	6.10%	מחיר החוב נומינלי לתקופה של 15 שנים, דירוג a3, נכון למועד הערכת השווי, מערכת מרווח הוגן
שיעור המס	1-T	77%	ע"פ שיעור המס הסטטוטורי בישראל לטווח הארוך 23%
ריבית חסרת סיכון	Rf	3.95%	תשואה נומינלית של אג"ח ממשלתי בישראל למועד הערכת השווי (מח"מ 15), ממערכת מרווח הוגן
פרמיית הסיכון של השוק	Rm-Rf	5.51%	פרמיית הסיכון של ישראל ע"פ Damodaran, נכון ליום 1 ביולי 2026
ביטא	Beta	0.58	ממוצע ביטאות, חברות ההשוואה
פרמיית גודל	SCP	4.37%	KROLL 2026
מחיר ההון העצמי	Ke	11.49%	$Rf + \beta(Rm - Rf) + SCP + SRP$
מחיר הון ממוצע משוקלל - לאחר מס	WACC	10.25%	$(D/V) * (1 - T) * Kd + (E/V) * Ke$

שיעור הון (WACC) חטיבת הפרויקטים:

פרמטרים	סימון	ערך	מקור
חוב (%)	D/V	12%	בהתאם לממוצע חברות השוואה
הון עצמי (%)	E/V	88%	בהתאם לממוצע חברות השוואה
מחיר הון זר	Kd	6.10%	מחיר החוב נומינלי לתקופה של 15 שנים, דירוג A3, נכון למועד הערכת השווי, מערכת מרווח הוגן
שיעור המס	1-T	77%	ע"פ שיעור המס הסטטוטורי בישראל לטווח הארוך 23%
ריבית חסרת סיכון	Rf	4.13%	תשואה נומינלית של אג"ח ממשלתי בישראל למועד הערכת השווי (מח"מ 15), ממערכת מרווח הוגן
פרמיית הסיכון של השוק	Rm-Rf	5.51%	פרמיית הסיכון של ישראל ע"פ Damodaran, נכון ליום 1 ביולי 2026
ביטא	Beta	0.96	ממוצע ביטאות, חברות ההשוואה
פרמיית גודל	SCP	3.01%	KROLL 2026
מחיר ההון העצמי	Ke	12.41%	$Rf + \beta(Rm - Rf) + SCP + SRP$
מחיר הון ממוצע משוקלל - לאחר מס		WACC	11.50%
		$(D/V) \cdot (1-T) \cdot Kd + (E/V) \cdot Ke$	

שיעור הון (WACC) חטיבת התפעול:

פרמטרים	סימון	ערך	מקור
חוב (%)	D/V	22%	בהתאם לממוצע חברות השוואה
הון עצמי (%)	E/V	78%	בהתאם לממוצע חברות השוואה
מחיר הון זר	Kd	6.10%	מחיר החוב נומינלי לתקופה של 15 שנים, דירוג A3, נכון למועד הערכת השווי, מערכת מרווח הוגן
שיעור המס	1-T	77%	ע"פ שיעור המס הסטטוטורי בישראל לטווח הארוך 23%
ריבית חסרת סיכון	Rf	3.95%	תשואה נומינלית של אג"ח ממשלתי בישראל למועד הערכת השווי (מח"מ 15), ממערכת מרווח הוגן
פרמיית הסיכון של השוק	Rm-Rf	5.51%	פרמיית הסיכון של ישראל ע"פ Damodaran, נכון ליום 1 ביולי 2026
ביטא	Beta	0.62	ממוצע ביטאות, חברות ההשוואה
פרמיית גודל	SCP	3.01%	KROLL 2026
מחיר ההון העצמי	Ke	10.36%	$Rf + \beta(Rm - Rf) + SCP + SRP$
מחיר הון ממוצע משוקלל - לאחר מס		WACC	9.00%
		$(D/V) \cdot (1-T) \cdot Kd + (E/V) \cdot Ke$	

שיעור הון (Ke) דרך הים זכין:

פרמטרים	סימון	ערך	מקור
חוב (%)	D/V	30%	בהתאם למינוף הפנימי של הפרויקט
הון עצמי (%)	E/V	70%	בהתאם למינוף הפנימי של הפרויקט
ביטא	Beta	0.42	ממוצע ביטאות, חברות ההשוואה
ריבית חסרת סיכון	Rf	3.20%	תשואה נומינלית של אג"ח ממשלתי בישראל למועד הערכת השווי, לפי מח"מ הפרויקט, ממערכת מרווח הוגן
פרמיית הסיכון של השוק	Rm-Rf	5.51%	פרמיית הסיכון של ישראל ע"פ Damodaran, נכון ליום 1 ביולי 2026
פרמיית סיכון ספציפית	SRP	0.50%	בהתאם לניסיונו ושיקול דעתנו
מחיר ההון העצמי	Ke	6.00%	$Rf + \beta * (Rm - Rf) + SCP + SRP$

שיעור הון (WACC) דרך הים זכין – ערך שייך:

פרמטרים	סימון	ערך	מקור
חוב (%)	D/V	46%	בהתאם לממוצע חברות השוואה
הון עצמי (%)	E/V	54%	בהתאם לממוצע חברות השוואה
מחיר הון זר	Kd	6.10%	מחיר החוב נומינלי לתקופה של 15 שנים, דירוג A3, נכון למועד הערכת השווי, מערכת מרווח הוגן
שיעור המס	1-T	77%	ע"פ שיעור המס הסטטוטורי בישראל לטווח הארוך 23%
ריבית חסרת סיכון	Rf	3.95%	תשואה נומינלית של אג"ח ממשלתי בישראל למועד הערכת השווי (מח"מ 15), ממערכת מרווח הוגן
פרמיית הסיכון של השוק	Rm-Rf	5.51%	פרמיית הסיכון של ישראל ע"פ Damodaran, נכון ליום 1 ביולי 2026
ביטא	Beta	0.51	ממוצע ביטאות, חברות ההשוואה
פרמיית סיכון ספציפית	SRP	4.00%	בהתאם לניסיונו ושיקול דעתנו
מחיר ההון העצמי	Ke	10.78%	$Rf + \beta * (Rm - Rf) + SCP + SRP$
מחיר הון ממוצע משוקלל - לאחר מס	WACC	8.00%	$(D/V) * (1-T) * Kd + (E/V) * Ke$

נספח ג' - שיעורי היוון

קביעת מחיר ההון המשוקלל

שיעור היוון (Ke) דרך הים מפעיל:

פרמטרים	סימון	ערך	מקור
חוב (%)	D/V	0%	בהתאם לממוצע חברות השוואה
הון עצמי (%)	E/V	100%	בהתאם לממוצע חברות השוואה
ריבית חסרת סיכון	Rf	3.19%	תשואה נומינלית של אג"ח ממשלתי בישראל למועד הערכת השווי, לפי מח"מ הפרויקט, ממערכת מרווח הוגן
פרמיית הסיכון של השוק	Rm-Rf	5.51%	פרמיית הסיכון של ישראל ע"פ Damodaran, נכון ליום 1 ביולי 2026
ביטא	Beta	0.62	ממוצע ביטאות, חברות ההשוואה
פרמיית גודל	SCP	2.59%	KROLL 2026
מחיר ההון העצמי	Ke	9.25%	$Rf + \beta \cdot (Rm - Rf) + SCP + SRP$

שיעור היוון (WACC) דרך הים מפעיל – ערך שייר:

פרמטרים	סימון	ערך	מקור
חוב (%)	D/V	0%	בהתאם לממוצע חברות השוואה
הון עצמי (%)	E/V	100%	בהתאם לממוצע חברות השוואה
ריבית חסרת סיכון	Rf	3.95%	תשואה נומינלית של אג"ח ממשלתי בישראל למועד הערכת השווי, לפי מח"מ הפרויקט, ממערכת מרווח הוגן
פרמיית הסיכון של השוק	Rm-Rf	5.51%	פרמיית הסיכון של ישראל ע"פ Damodaran, נכון ליום 1 ביולי 2026
ביטא	Beta	0.62	ממוצע ביטאות, חברות ההשוואה
פרמיית גודל	SCP	2.59%	KROLL 2026
פרמיית סיכון ספציפית	SRP	4.00%	בהתאם לניסיונו ושיקול דעתנו
מחיר ההון העצמי	Ke	14.00%	$Rf + \beta \cdot (Rm - Rf) + SCP + SRP$

נספח ג' - שיעורי היות

קביעת מחיר ההון המשוקלל

שיעור היות אשדוד*:

פרמטרים	סימון	משוקלל	
חוב (%)	D/V	70%	בהתאם למינוף הפנימי של הפרויקט
הון עצמי (%)	E/V	30%	בהתאם למינוף הפנימי של הפרויקט
ביטא	Beta	1.46	ממוצע ביטאות, חברות ההשוואה
ריבית חסרת סיכון	Rf	3.35%	תשואה נומינלית של אג"ח ממשלתי בישראל בהתאם למח"מ הפרויקט, ממערכת מרווח הוגן
פרמיית הסיכון של השוק	Rm-Rf	5.51%	פרמיית הסיכון של ישראל ע"פ Damodaran, נכון ליום 1 ביולי 2026
פרמיית סיכון ספציפית	SRP	1.56%	פרמיה ספציפית
מחיר ההון העצמי	Ke	13%	

(*) שיעור ההיות (Ke) המשוקלל של מתקן ההתפלה, תחנת הכוח והמפעיל הינו 13%.

להלן שיעור ההון (WACC) אשר שימש לטובת שווי פעילות הכימיקלים:

פרמטרים	סימון	ערך	מקור
חוב (%)	D/V	14%	בהתאם לממוצע חברות השוואה
הון עצמי (%)	E/V	86%	בהתאם לממוצע חברות השוואה
מחיר הון זר	Kd	6.14%	מחיר החוב נומינלי לתקופה של 15 שנים, דירוג A3, נכון למועד הערכת השווי, מערכת מרווח הוגן
שיעור המס	1-T	77%	ע"פ שיעור המס הסטטוטורי בישראל לטווח הארוך 23%
ריבית חסרת סיכון	Rf	3.95%	תשואה נומינלית של אג"ח ממשלתי בישראל למועד הערכת השווי (מח"מ 15), ממערכת מרווח הוגן
פרמיית הסיכון של השוק	Rm-Rf	5.51%	פרמיית הסיכון של ישראל ע"פ Damodaran, נכון ליום 1 ביולי 2026
ביטא	Beta	0.78	ממוצע ביטאות, חברות ההשוואה
פרמיית גודל	SCP	3.01%	KROLL 2026
מחיר ההון העצמי	Ke	11.25%	$Rf + \beta * (Rm - Rf) + SCP + SRP$
מחיר הון ממוצע משוקלל - לאחר מס		WACC	10.25%
		$(D/V) * (1-T) * Kd + (E/V) * Ke$	

תודה



BDO | Knowledge
CONSULTING | Driven
Success



הערכת שווי של חברת בון תור בע"מ ליום 30 ביוני 2026

1. מתודולוגיה

לדוח רבעון ראשון לשנת 2026 של ג'נריישן קפיטל בע"מ ("הקרן") שפורסם ביום 26 במאי 2026 צירפה הקרן הערכת שווי שביצע מעריך שווי חיצוני לחברת בון תור בע"מ ("בון תור") ליום 31 במרץ 2026 ("הערכת השווי החיצונית").

הקרן ביצעה בחינה של ההנחות העיקריות העומדות בבסיס הערכת השווי החיצונית, שהשפעת שינוי בהן על שווי בון תור עשוי להשפיע מהותית על שוויה של בון תור. מסקנת הבחינה היא, שפוטנציאל השפעת מכלול השינויים בהנחות העיקריות בהערכת השווי החיצונית באופן מצטבר על שוויה של בון תור בכללותה בהתאם להערכת שווי כאמור, אינה מהותית.

משמעות הדבר היא שבתקופה שחלפה ממועד הערכת השווי הקודמת (31 במרץ 2026) ועד ליום 30 ביוני 2026 קיבלו בעלי המניות בבון תור את התשואה לבעלים הצפויה על השקעתם, תשואה המוגדרת בשיטת היוון תזרים המזומנים (Discounted cash flow) בה נעשה שימוש בהערכת השווי החיצונית כמחיר ההון העצמי – Ke .

לאור האמור, נדרשת הקרן להכיר בשינוי בשווי ההון של חלקה בכל אחת מהפעילויות של בון תור 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 בבון תור, ככל שקיבלה ובתוספת השקעות שבוצעו בבון תור על ידי הקרן, ככל שבוצעו.

הקרן תמשיך לפעול לפי מתודולוגיה זו עד למועד ביצוע הערכת שווי נוספת על ידי מעריך שווי חיצוני. הערכת שווי נוספת על ידי מעריך שווי חיצוני תבוצע עד לחלוף 12 חודשים ממועד הערכת השווי החיצונית או עד המועד בו בחינת ההנחות העיקריות תצביע על כך שפוטנציאל השפעת מכלול השינויים בהנחות עיקריות בהערכת השווי החיצונית באופן מצטבר על שוויה של בון תור בכללותה בהתאם להערכת שווי כאמור, הינה מהותית, לפי המוקדם.

שווי פעילות ייבוא הרכב מבוסס על הבנות שהושגו בין בעלי המניות "ב.ג. מוטורוס (2017) בע"מ" (להלן – "ביג'י") במהלך תקופת הדו"ח לרכישת 45% ממניות ביג'י. לפיכך, השווי לא קודם בשיעור התשואה לבעלים והקרן תמשיך למדוד את השווי בהתאם לשווי המוסכם בעסקה עד להשלמתה.



סיכום

פעילות ההיסעים	פעילות התחבורה הציבורית	פעילות ייבוא רכב	סה"כ	
אלפי ש"ח				
כ-75.7%				שיעור ההחזקה של הקרן בבון תור
100%	100%	45%		שיעור ההחזקה של בון תור בנכסים
617,633	540,004	11,916	1,169,553	שווי ההשקעה של הקרן בנכסים בהתאם להערכת שווי חיצונית (31 במרץ 2026)
12.30%	11.48%			תשואה צפויה לבעלים בהתאם להערכת שווי חיצונית
3 חודשים				התקופה שחלפה ממועד הערכת השווי החיצונית
635,756	554,835	11,916	1,202,507	שווי ההשקעה ליום 30 ביוני 2026

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

19/08/2026

תאריך

איתי פלד

סמנכ"ל כספים

ג'נריישן קפיטל בע"מ

הערכת שווי של חברת PowerGen ליום 30 ביוני 20261. מתודולוגיה

ביום 2 באוגוסט 2026, התקשרו הקרן ו-PowerGen עם הפניקס חברה לביטוח בע"מ והפניקס פנסיה וגמל בע"מ (יחד: "**הפניקס**") בהסכם השקעה ב-PowerGen ("**העסקה**"), כפי שדווח על ידי הקרן בדיווח מיידי מיום 3 באוגוסט 2026. במסגרת העסקה תשקיע הפניקס ב-PowerGen סך של כ-234 מיליון ש"ח בתמורה להקצאה של כ-7.2% מהון המניות הרגילות של PowerGen, כאשר תמורת ההשקעה תשמש לפירעון מלוא המימון שהעמידה הפניקס לחברות בנות של PowerGen בקשר לפרויקטי אנרגיה מתחדשת בפולין. נכון למועד ההשלמה המוסכם, 31 באוגוסט 2026, משקפת השקעה זו ל-PowerGen שווי לאחר השלמת העסקה, במונחי 100%, של כ-3.25 מיליארד ש"ח ("**השווי המוסכם**").

בנוסף, במסגרת העסקה תמכור הפניקס לקרן את מלוא החזקותיה במניות הבכורה של PowerGen, אשר יומרו למניות רגילות מיד לאחר מכן, ותממש אופציות שהוקצו לה במסגרת הסכם ההשקעה משנת 2024, בתמורה נטו של כ-187 מיליון ש"ח. בסך הכל, בתמורה למכלול הרכיבים כאמור, צפויה PowerGen להקצות להפניקס כ-12.4% מהון מניותיה הרגילות, בכפוף להתאמות שהוסכמו בין הצדדים. עם השלמת העסקה יפקעו מלוא זכויות הפניקס מכוח הסכם ההשקעה משנת 2024 ולא תיוותרנה מניות בכורה ב-PowerGen. כמו כן, הקרן והפניקס חתמו על הסכם שותפות להקמת שותפות ייעודית שתחזיק במלוא החזקות הצדדים ב-PowerGen ותהיה בשליטת הקרן.

במקביל להתקשרות עם הפניקס, התקשרו הקרן ו-PowerGen במזכר הבנות עם שני משקיעים מוסדיים נוספים לביצוע השקעה בהיקף כולל בטווח של 500-800 מיליון ש"ח בכפוף להשלמת עסקת הרכישה של שיכון ובינוי אנרגיה בע"מ ("**שיכון ובינוי אנרגיה**"), בתמורה להקצאת זכויות בשותפות PowerGen, כאשר שיעור הזכויות שיוקצה למשקיעים הנוספים ייקבע בהתבסס על השווי המוסכם של פאוורג'ן, בתוספת עלות רכישת שיכון ובינוי אנרגיה ובכפוף להתאמות מקובלות בגין השקעות, חלוקות והתאמת מחיר בגין ערך הזמן עד למועד ההשלמה.

בהתחשב בכך שהעסקה עם הפניקס גוזרת שווי מוסכם ל-PowerGen במועד ההשלמה, אשר נתמך גם על בסיס מזכר ההבנות עם המשקיעים המוסדיים, השווי המוסכם מהווה אינדיקציה חיצונית לשוויה של PowerGen, ובהתאם עדכנה הקרן את השווי ההוגן של השקעתה ב-PowerGen על בסיס השווי המוסכם בעסקה כמפורט להלן.



2. הערכת השווי

רכיבי שווי	שווי מוסכם בעסקה (7.2%) אלפי ש"ח	שווי נגזר ל- PowerGen (100%) אלפי ש"ח	שווי החזקת הקרן ב-PowerGen על בסיס השווי המוסכם בעסקה (87.6%)
שווי מוסכם	233,875	3,250,000	2,845,057
השקעות מיום 1 ביולי 2026 עד להשלמת העסקה			(60,000)
הכנסות שיתקבלו מיום 1 ביולי 2026 עד להשלמת העסקה			25,000
פירעון מניות בכורה בניכוי תמורת מימוש אופציות הפניקס			(187,250)
שווי פאוורג'ן ליום 30 ביוני 2026 בספרי הקרן			2,622,807

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

19/08/2026

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

19 באוגוסט 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 19 באוגוסט 2026 על מידע כספי תמציתי של החברה ליום 30 ביוני 2026 ולתקופות של שישה ושלושה חודשים שהסתיימו 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.

דוח הרבעוני בדבר אפקטיביות הבקרה הפנימית על הדיווח הכספי ועל הגילוי אשר צורף לדוח הרבעוני לתקופה שנתיימה ביום 31 במרץ 2026 ("הדוח הרבעוני בדבר הבקרה הפנימית האחרון"), נמצאה הבקרה הפנימית כאפקטיבית.

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

למועד הדוח, בהתבסס על האמור בדוח הרבעוני 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 השני 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.

19 באוגוסט 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 השני 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 בקרות ונהלים, או וידאתי קביעתם וקיומם תחת פיקוחנו של בקרות ונהלים, המיועדים להבטיח שמידע מהותי המתייחס לתאגיד, מובא לידיעתי על ידי אחרים בתאגיד, בפרט במהלך תקופת ההכנה של הדוחות; וכן –
- (ב) קבעתי בקרות ונהלים, או וידאתי קביעתם וקיומם תחת פיקוחי של בקרות 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.

19 באוגוסט 2026

איתי פלד,
סמנכ"ל כספים