

קרן השקעות סחירה בתחום התשתיות והאנרגיה

generation

for generations to come

דוח הדירקטוריון על מצב ענייני הקרן

ליום 30 ביוני 2025

דוח הדירקטוריון על מצב ענייני הקרן ליום 30 ביוני 2025

דירקטוריון ג'נרیشن קפיטל בע"מ ("הקרן" או "החברה") מתכבד להגיש בזה את דוח הדירקטוריון על מצב ענייני הקרן לתקופה של שלושה וששה חודשים שהסתיימו ביום 30 ביוני 2025 ("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 2024, אשר פורסם ביום 27 במרץ 2025 (אסמכתה: 2025-01-021082) ("הדוח התקופתי לשנת 2024"). למונחים שלהלן תהא המשמעות שניתנה להם בדוח התקופתי לשנת 2024, אלא אם צוין במפורש אחרת.



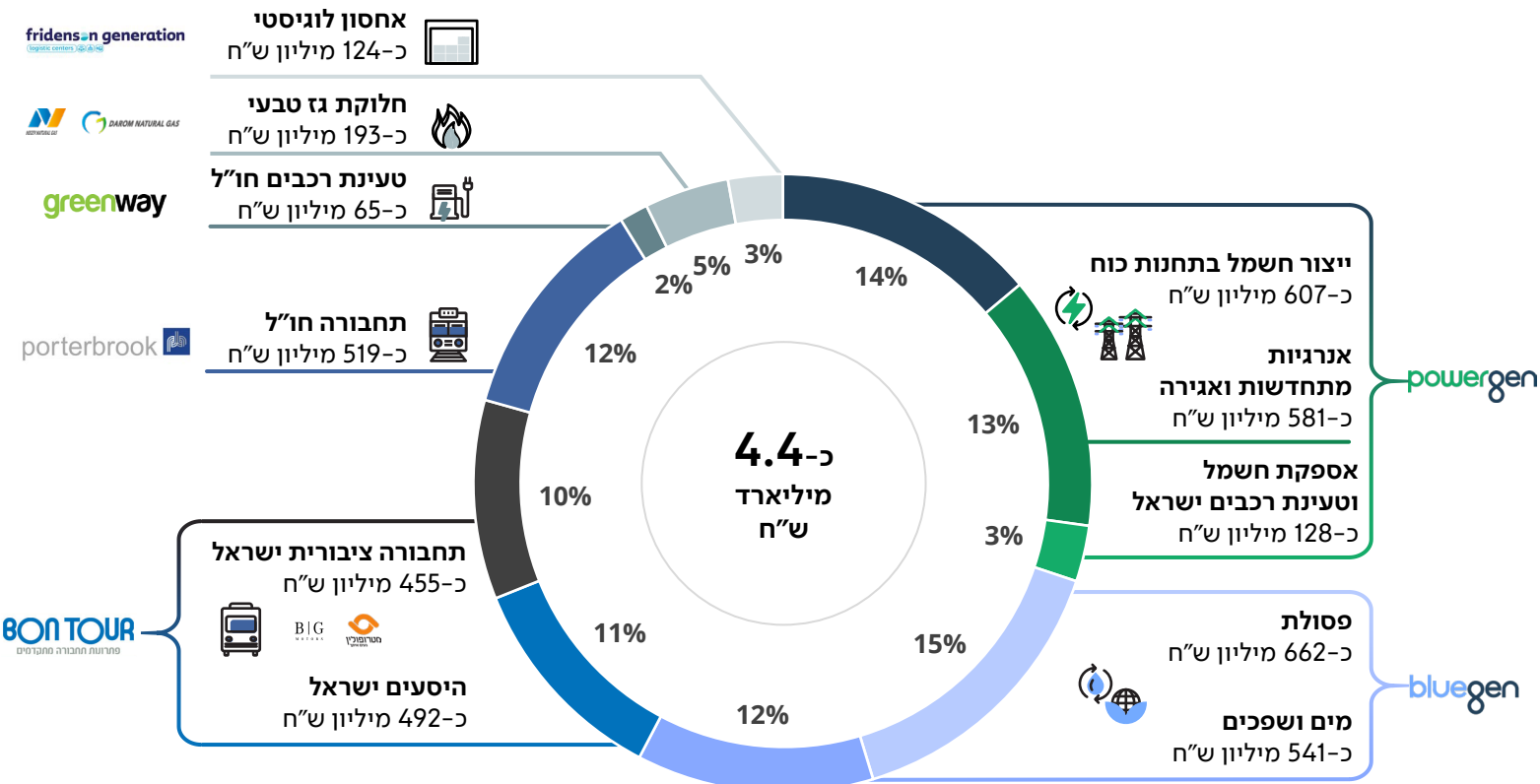


ג'נריישן קפיטל

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

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

להלן השקעות הקרן נכון ליום 30 ביוני 2025:



תמצית ביצועים פיננסיים של הקרן במהלך ששת החודשים הראשונים של 2025

כ-10.1%

תשואה על ההשקעות
במונחים שנתיים²

כ-12.7%

תשואה על ההון לפני מס
במונחים שנתיים¹

כ-44 אג' למניה

FFO ג'נרیشن למניה (במונחים שנתיים)

כ-281 מיליון ש"ח

FFO ג'נרیشن לששת החודשים הראשונים של 2025³ ("FFO ג'נרیشن")

כ-5.4%

תשואת דיבידנד
שנתית צפויה⁴

כ-132 מיליון ש"ח

רווח לפני מס

כ-66 מיליון ש"ח

תקבולים מההשקעות

כ-2 ש"ח

NAV למניה
(בנטרול מסים נדחים)

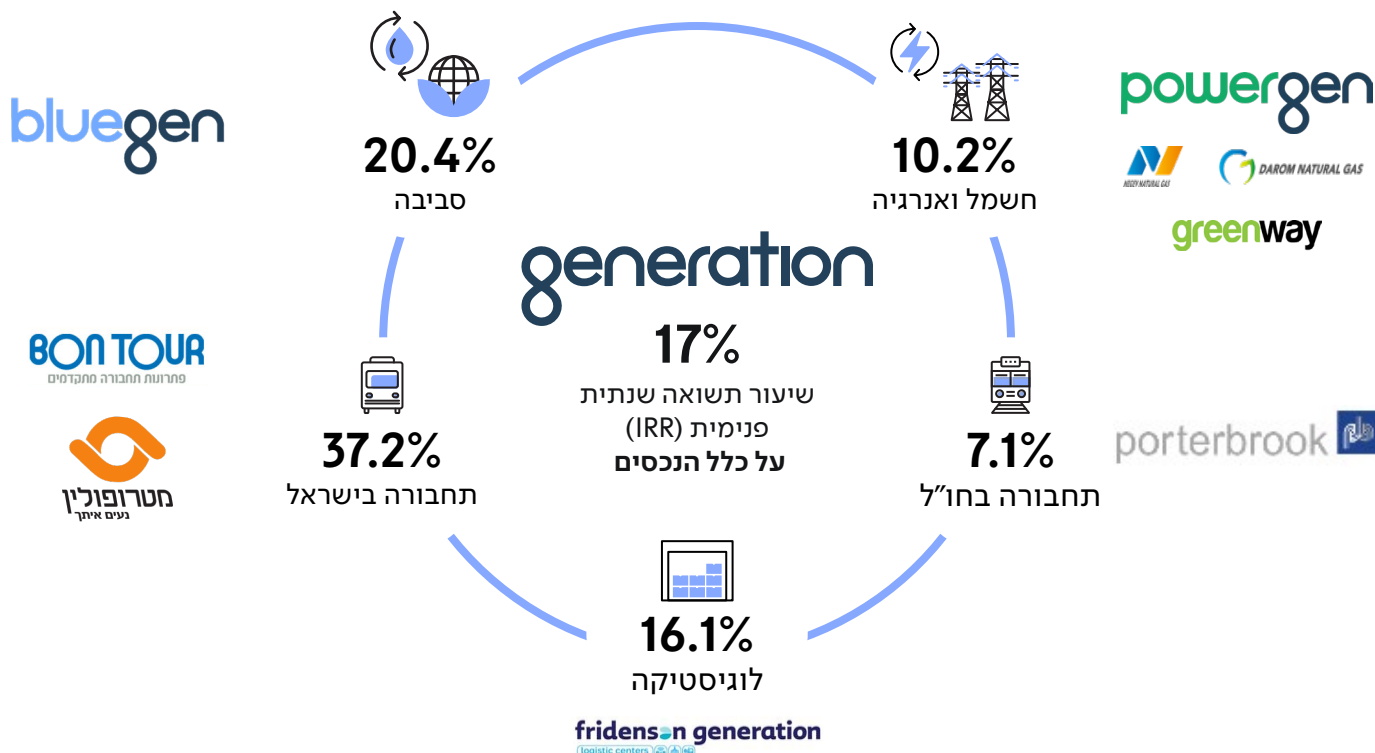
כ-2.3 מיליארד ש"ח

הון עצמי

כ-4.4 מיליארד ש"ח

שווי הוגן של ההשקעות

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



¹ מחושב על בסיס השינוי בהון העצמי של הקרן (לפני השפעת מס) לתקופה המצטברת, במונחים שנתיים. היחס משקף את התשואה לבעלי ההון העצמי לפני מס על ההון העצמי השייך להם.

² מחושב על בסיס השינוי בשווי ההשקעה (בתוספת הכנסות שהתקבלו) לתקופה המצטברת, במונחים שנתיים. היחס משקף את התשואה הפנימית השנתית על ההשקעות של הקרן.

³ איחוד יחסי של ה-FFO Adjusted של השקעות הקרן לתקופה של ששה חודשים שהסתיימו ביום 30 ביוני 2025, לפי שיעורי ההחזקה של הקרן בהשקעות לאורך התקופה, ובניכוי: עלויות הנהלה ומטה, תשלומי ריבית ותשלומי מס של הקרן.

⁴ מבוסס על דיבידנד שנתי של 60 מ"ש"ח (בהתאם לכוונת הקרן כפי שדווחה – ראו סעיף 6.3.1 בפרק ב' לדוח התקופתי לשנת 2024) וביחס לשווי שוק ממוצע של מניית הקרן מתחילת השנה ועד למועד פרסום הדוח.

השקעות הקרן

שיעור קידום התשואה לבעלים (Ke)	מועד הערכה חיצונית	מודל הערכת השווי (לפרטים נוספים אודות הערכת השווי ראו בסעיף 5 להלן)	שווי החזקות הקרן	הכנסות מנכסי הפורטפוליו	התאמות שווי הוגן	השקעות נוספות	שווי החזקות הקרן	שיעור החזקה	תחום תשתית ("סקטור")	באמצעות
			30/06/25		ששה חודשים שהסתיימו ב-30 ביוני 2025		31/12/24			
					באלפי ש"ח					
~12.2%	30/06/25	⁵ DCF	1,203,037	34,798	74,155	24,003	1,104,879	80.01%	BlueGen	 סביבה
~12.1%	31/12/24	DCF וקידום תשואה לבעלים ⁶	1,315,586	20,000	52,601	-	1,262,985	100%	PowerGen	
~23%	31/03/25	שווי מבוסס עסקה וקידום תשואה לבעלים ⁷	65,431	-	(35,687)	2,577	98,541	13.2%	Greenway	 חשמל ואנרגיה
11.5%	31/12/24	DCF וקידום תשואה לבעלים ⁸	192,841	-	10,134	-	182,707	33.33%	חברות חלוקת הגז	
~12.5%	30/06/25	⁹ DCF	946,551	625	29,915	26,360	890,276	75.7%	בון תור	
10.2%	30/06/25	¹⁰ DCF	519,153	10,827	(969)	-	523,807	10%	Porterbrook	 תחבורה
~12.9%	30/09/23	DCF וקידום תשואה לבעלים ¹¹	124,392	-	7,258	-	117,134	50%	פרידנזון-ג'ררייט מרכזים לוגיסטיים	 לוגיסטיקה
~12.2% - ממוצע משוקלל של התשואה לבעלים (Ke)			4,366,991	66,250	137,407	52,940	4,180,329		סה"כ	

⁵ ליום 30 ביוני 2025, שוויה ההוגן של ההשקעה נאמד באמצעות הערכת שווי חיצונית שבוצעה ליום 30 ביוני 2025, במודל היוון תזרימי מזומנים צפויים (DCF).

⁶ ליום 30 ביוני 2025, שוויה ההוגן של ההשקעה נאמד באמצעות הערכת שווי חיצונית שבוצעה ליום 31 בדצמבר 2024 במודל היוון תזרימי מזומנים צפויים (DCF) ועל ידי קידום בשיעור התשואה לבעלים ממועד הערכת השווי עד ליום 30 ביוני 2025.

⁷ ליום 30 ביוני 2025, השווי נאמד באמצעות הערכת שווי חיצונית שבוצעה ליום 31 במרץ 2025 ואשר מתבססת על עסקה עם קרן MIROVA שהוכנסה כמשקיעה אסטרטגית ב-Greenway, ועל ידי קידום בשיעור התשואה לבעלים ממועד הערכת השווי עד ליום 30 ביוני 2025.

⁸ ליום 30 ביוני 2025, שוויה ההוגן של ההשקעה נאמד באמצעות הערכת שווי חיצונית שבוצעה ליום 31 בדצמבר 2024, במודל היוון תזרימי מזומנים צפויים (DCF) ועל ידי קידום התשואה לבעלים עד ליום 30 ביוני 2025.

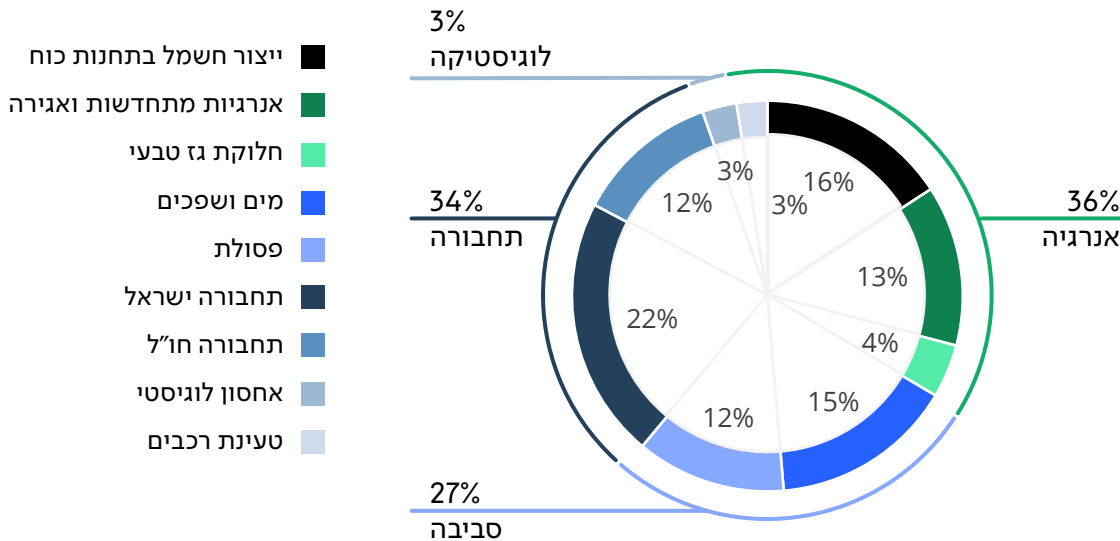
⁹ ליום 30 ביוני 2025, שוויה ההוגן של ההשקעה נקבע באמצעות הערכת שווי חיצונית שבוצעה ליום 30 ביוני 2025 במודל היוון תזרימי מזומנים צפויים (DCF).

¹⁰ ליום 30 ביוני 2025, השווי נקבע באמצעות הערכת שווי חיצונית שבוצעה ליום 30 ביוני 2025 במודל היוון תזרימי מזומנים צפויים (DCF), ובניכוי השווי ההוגן של עסקאות הגנה שביצעה החברה על הליש"ט נכון ליום 30 ביוני 2025.

¹¹ ליום 30 ביוני 2025, שוויה ההוגן של ההשקעה נאמד באמצעות הערכת שווי חיצונית שבוצעה ליום 30 בספטמבר 2023 במודל היוון תזרימי מזומנים צפויים (DCF) ועל ידי קידום התשואה לבעלים עד ליום 30 ביוני 2025.

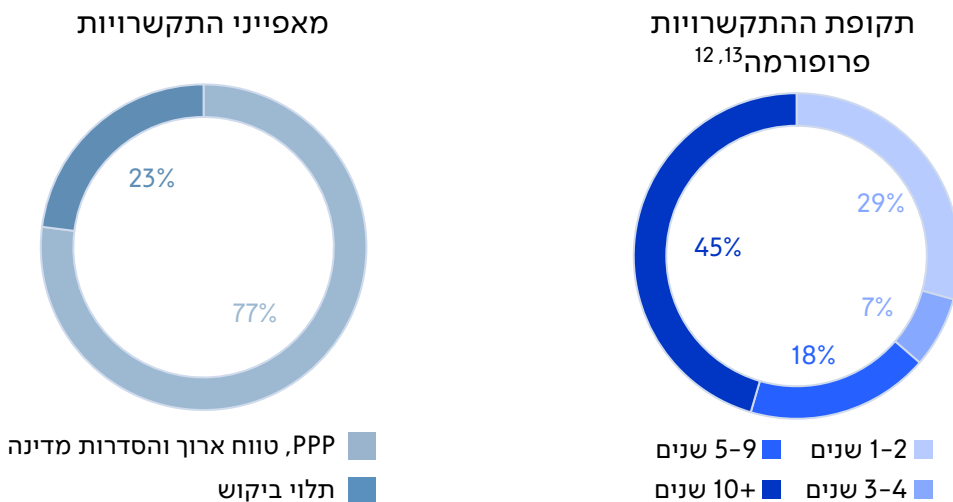
מבזר

פיזור
סגמנטלי רחב
בין תחומים



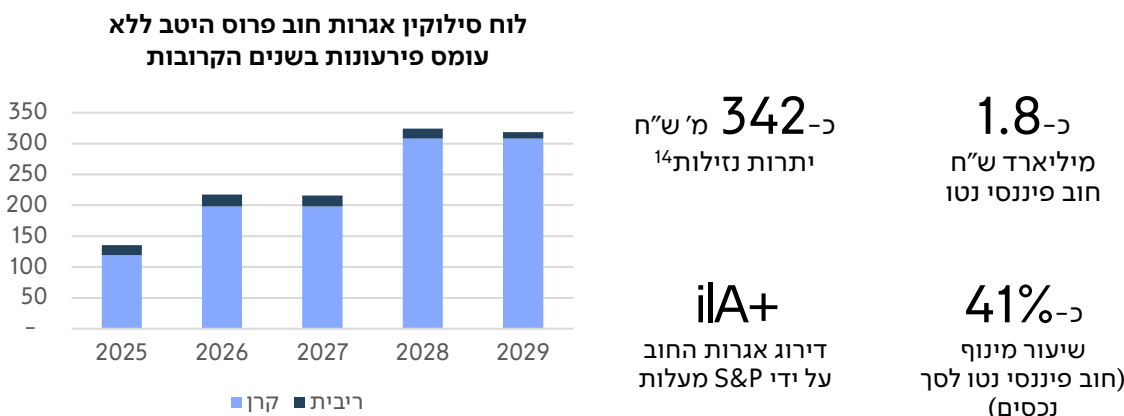
יציב

תזרים הכנסות
מבוסס חוזים
ארוכי טווח עם
הגנות



שמרני

מדיניות המינוף
הסולידית של
הקרן מובילה
לפרופיל פיננסי
איתן



כ-342 מ' ש"ח
יתרות נזילות¹⁴

כ-1.8
מיליארד ש"ח
חוב פיננסי נטו

ilA+
דירוג אגרות החוב
על ידי S&P מעלות

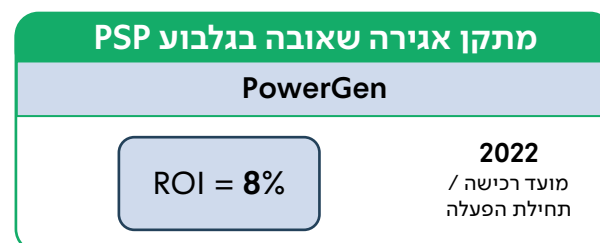
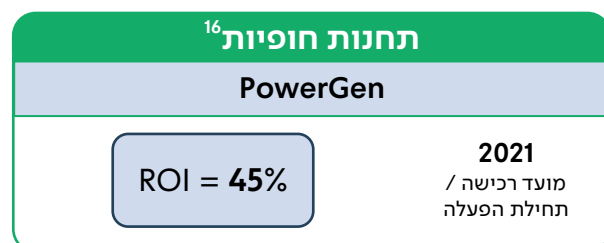
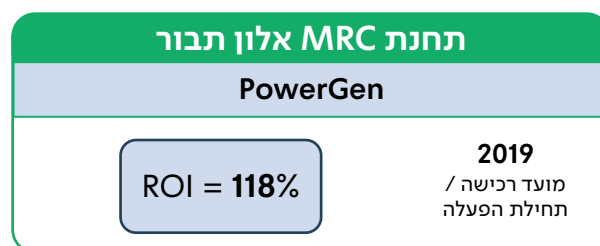
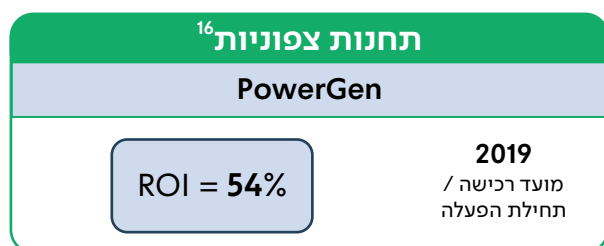
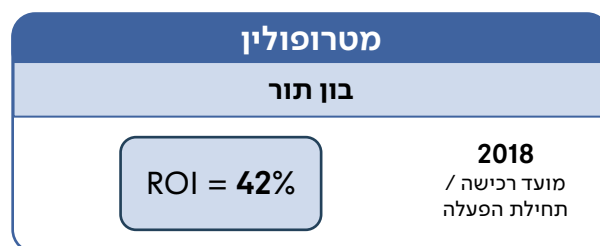
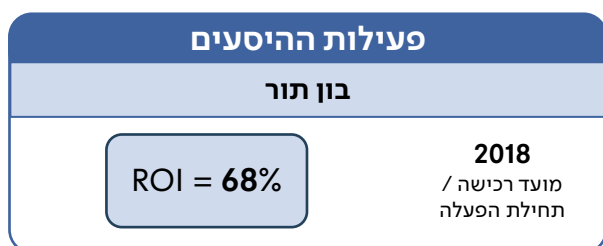
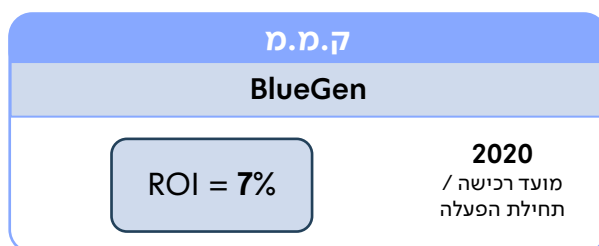
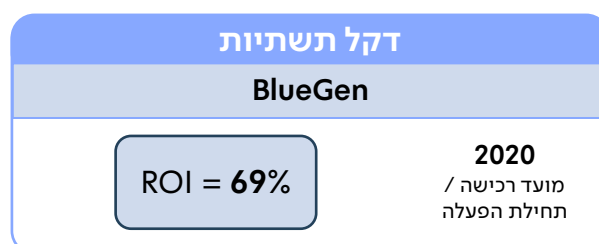
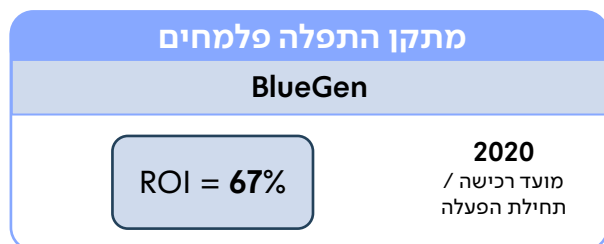
כ-41%
שיעור מינוף
(חוב פיננסי נטו לסך
נכסים)

¹² בחינת תקופת ההתקשרויות החוזיות של נכסי הפורטפוליו בוצעה באמצעות פילוח חלקה של הקרן בהכנסות של נכסי הפורטפוליו לשנת 2024 לפי יתרת תקופת ההתקשרויות החוזיות שהניבו את ההכנסות האמורות על סמך מיפוי ההכנסות 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 ממקור ההתפלה בפלמחים נכללות בתקופה של 10 שנים ומעלה. היות ומדובר בפרויקט מסוג BOO, מעריכה הקרן כי בתום תקופת הזיכיון הנוכחית תגובשנה הסכמות חדשות הן עם בעל זכויות החכירה בקרקע (ובהמשך למזכר הבנות לא מחייב שנחתם מולו במהלך חודש יולי 2025) והן עם המדינה, כך שהמתקן יישאר בבעלות שותפות פלמחים וימשיך להיות מופעל על ידי לתקופת זיכיון נוספת. המשך הפעלתו של מתקן ההתפלה בפלמחים על ידי הקרן (בעקיפין) לאחר תום תקופת הזיכיון הינו מידע צופה פני עתיד, אשר התממשותו אינה ודאית וכפופה, בין היתר, לקבלת הסכמות צדדים שלישיים.

¹³ הפרופורמה כוללת תוספת של חלקה של הקרן בהכנסות מפרויקטים שהקמתם טרם הושלמה כגון: השלמת ההקמה של מתקן מיון ומחזור פסולת בשפד"ן (סמארט וויסט, לשעבר זירו-וויסט), השלמת ההקמה של תחנת הפיקר באתר של MRC, השלמת השדרוג של מתקן ההתפלה באשדוד והקמת תחנת הכוח שתוקם לצידו, השלמת ההקמה של פרויקט 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 2024.

¹⁴ מזומנים, שווי מזומנים ויתרת מסגרות אשראי מחייבות ולא מנוצלות למועד פרסום הדוח.

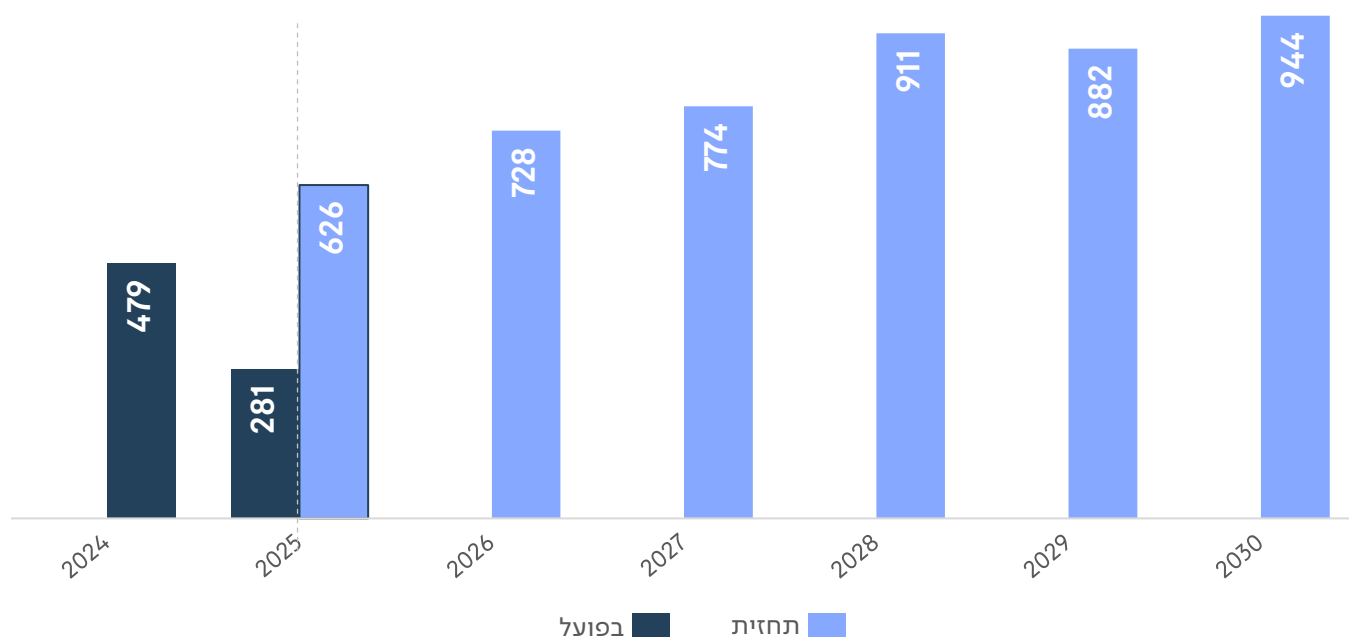
החזר השקעה (ROI)¹⁵ על הנכסים המניבים בפלטפורמות



¹⁵ מחושב לפי היחס שבין התזרימים שהתקבלו מהנכס (בראות הבעלים, לרבות מימושים) ממועד ההשקעה המקורית ועד ליום 30 ביוני 2025, לבין עלות ההשקעה המקורית (לא כולל עלויות עסקה) לרבות השקעות נוספות שבוצעו בנכס ממועד ההשקעה המקורית. היחס משקף את שיעור החזר ההשקעה על הנכס.

¹⁶ עלות הרכישה המקורית אינה כוללת את ההון העצמי שהושקע לרכישת חלק השותף ברפק אנרגיה, עסקה שהושלמה במרץ 2024.

תחזית התפתחות FFO ג'נרیشن (מנכסים קיימים)^{18, 17} (מיליוני ש"ח)



טבלת נכסים מהותיים בהקמה

תקופת זיכיון/רישיון (שנים)	תאריך משוער לסיום הקמה ²⁰	סטטוס הקמה (%)	עלות הקמה משוערת (CAPEX) ^{20, 19} (מ"ח)	פרויקטים בהקמה
25	רבעון 2 2026	53%	1,053 ²¹	סמארט ווייסט (לשעבר זירו ווייסט) (BlueGen דרך 50%)
24 שנים ו-11 חודשים מתום ההקמה	רבעון 3 2027	19%	315	דיה (BlueGen דרך 50%)
19	פעיל	100%	830	אשדוד התפלה (BlueGen דרך 50%)
19	רבעון 3 2026	66%		אשדוד IPP (BlueGen דרך 50%)
22	2023-2027	מתוך צבר הפרויקטים: הפעלה מסחרית – 31% בהקמה – 38% טרום הקמה – 31%	680 ²²	מתקני PV אגירה 2 (PowerGen דרך ~90%)
			2,878	סה"כ

¹⁷ כהגדרת מונח זה בהערת שוליים 3 לעיל.

¹⁸ נתוני ה-FFO המייצגים המתוארים בגרף זה הינם בגדר מידע צופה פני עתיד כמשמעו בחוק ניירות ערך, והם מתבססים על המידע הידוע לקרן נכון למועד פרסום הדוח, וכן על שאיפותיה, הנחותיה והערכותיה של הקרן, בין היתר בדבר השלמת ההקמות של נכסים בהקמה או לקראת הקמה. 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 2024.

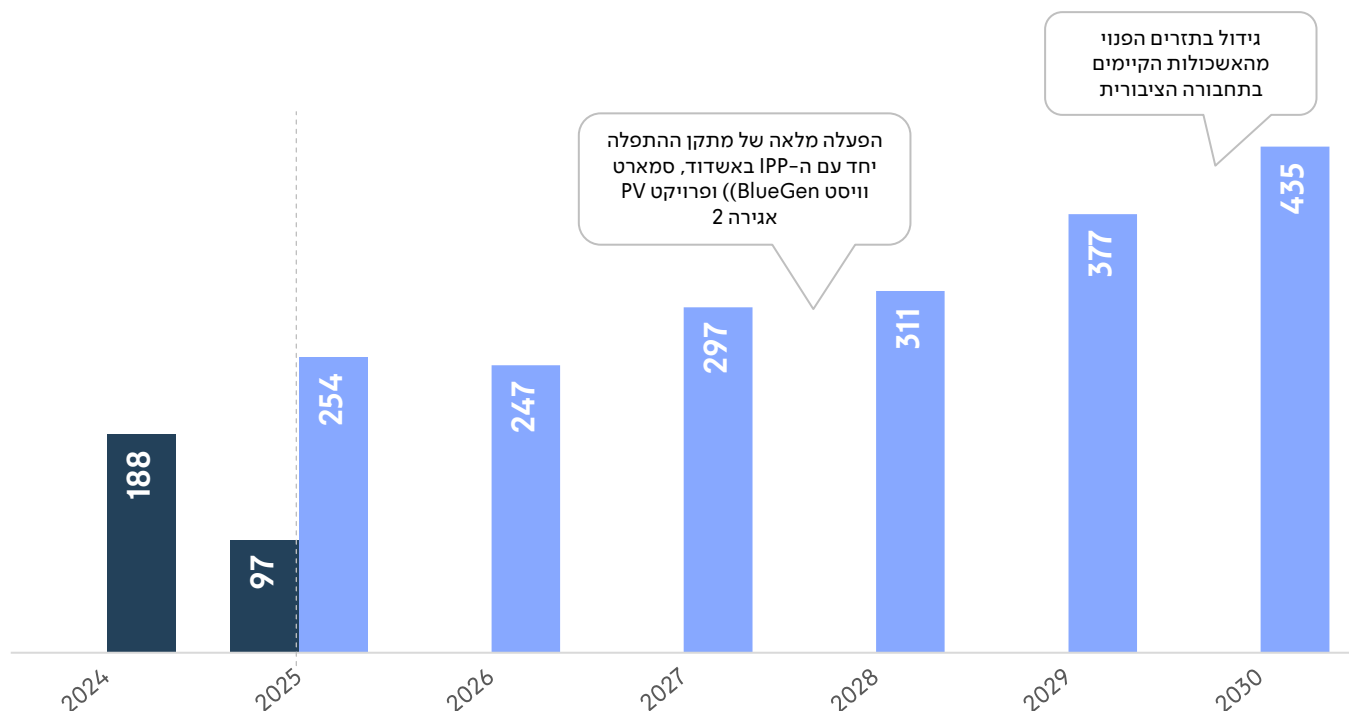
¹⁹ עלויות הקמה בלבד, ללא רווח קבלני.

²⁰ 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 2024.

²¹ לא כולל התייקרויות נוספות שנבעו בגין נזקי המלחמה וצפויים להתקזז עם פיצויים שיתקבלו מהמדינה מכוח הסכם הזיכיון.

²² הקיטון בעלות ההקמה המשוערת ביחס להערכות קודמות נובע בעיקר מהוצאת שדה מתוך צבר השדות הפוטו-וולטאיים הכלול בפרויקט זה.

תחזית לחלקה של הקרן בתזרים הפנוי לבעלים (מנכסים קיימים)²³ (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.

כפי שצוין בדוח השנתי לשנת 2024, ביחס לשנת 2025 אנו צופים כי מתוך התזרים הפנוי של הנכסים בסך של כ-250 מיליון ש"ח, סכום של לפחות 170 מיליון ש"ח יעלה לקרן.²³

בתחילת השנה אישר דירקטוריון הקרן חלוקת דיבידנדים בסכום שנתי כולל של 60 מ"ש"ח, שיחולק על פני הרבעונים. מתחילת השנה חילקה והכריזה הקרן על חלוקה של 45 מיליון ש"ח מתוך סכום זה.

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

²³ התחזית המתוארת בגרף זה בעניין חלק הקרן בתזרים המזומנים הפנוי של ההשקעות ובדבר הסכום הצפוי לעלות לקרן מתוך התזרים כאמור ("התחזית"), הינה בגדר מידע צופה פני עתיד כמשמעו בחוק ניירות ערך. התחזית מבוססת על הנחות, הערכות ואומדנים של הקרן, שמקורם בהערכות שווי חיצוניות לנכסי הפורטפוליו שקיבלה הקרן, או במודלים כלכליים שהוכנו על ידי יועצים חיצוניים או במודלים פנימיים שהוכנו על ידי החברות בפורטפוליו, לרבות ביצוע התאמות נדרשות, כגון בין היתר, הנחה על שיעורי צמיחה נורמטיביים במודלים קיימים שתקופתם קצרה משנת 2030, הנחה על שמירת רמת מינוף קבועה במודלים קיימים של חברות תפעוליות וכיו"ב. התחזית אינה מביאה בחשבון את ההשלכות של מימוש ההשקעה בפורטרברוק (ככל שתמומש). 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 2024 והתאמות בגין חלופי הזמן. מובהר כי קיימת הסתברות גבוהה כי ההנחות, ההערכות והאומדנים העומדים בבסיס התחזית יתמששו באופן שונה מכפי שנחזה, וכן מובהר כי ההנחות, ההערכות והאומדנים שנכללו בתחזית שהתבססו על מודלים פנימיים, לא נבחנו על ידי גורם חיצוני שאינו עובד הקרן או של חברות הפורטפוליו. לאור האמור, אין ביכולתה של הקרן להעריך או להבטיח כי חלק הקרן בתזרים המזומנים הפנוי של ההשקעות יהיה כמתואר בתחזית, ולכן אין בתחזית משום התחייבות כלשהי של הקרן לעמידה בה או מצג של הקרן.

נתונים כלכליים מרכזיים של השקעות הקרן²⁴ לששת החודשים הראשונים של 2025

BlueGen זרוע הסביבה - תמצית תוצאות לששה חודשים ראשונים של 2025
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 זכייונות והקמה של פרויקטי תשתית לאומיים ארוכי טווח (BOT ו-BOO) בתחומי המים והשפכים ובתחומי הפסולת, ייזום הקמה ותפעול של פרויקטים לטיפול במים ושפכים, פעילות לכל אורך שרשרת הערך בתחום הפסולת והמחזור, ופעילות בתחום הכימיקלים. במחצית הראשונה של 2025 נמשך הגידול בכל הפרמטרים, בהשוואה לתקופה המקבילה אשתקד.

נתונים כלכליים מרכזיים (באלפי ש"ח)	1-6/2025	1-6/2024	2024
הכנסות ²⁵	730,268	638,295	1,326,714
EBITDA Adjusted ²⁵	158,682	132,818	285,989
FFO Adjusted ²⁵	114,922	98,052	206,297
חוב פיננסי, נטו (לתום תקופה) ^{26, 25}	1,813,769		1,576,066

זכייונות²⁷



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

חטיבת הזכייונות כוללת 5 הסכמי זיכיון ארוכי טווח (PPP) בתשתית לאומית בתחום התפלת מי ים, פסולת וטיהור מים - מתקן התפלה בפלמחים (BOO, מניב), מתקן התפלה אשדוד (BOT, מניב) ותחנת כוח סמוכה, מתקן הפסולת סמארט-וויסט (BOT, בהקמה), דיה (BOT, בהקמה) ותע"ש (BOT, לפני סגירה פיננסית), לאחר סיום ההקמות ל-BlueGen יהיו 5 מתקני תשתית לאומית, אשר ייצרו תזרימים גבוהים במח"מ ארוך יוויבילו לצמיחה משמעותית בהיקף ההכנסות וברווח.

בתקופת הדוח חטיבת הזכייונות המשיכה ליהנות מביצועים טובים של מתקן ההתפלה בפלמחים עם גידול קל בכמויות. במהלך הרבעון השני נחתם מזכר הבנות עם בעלת הקרקע, חברת IES, לפיו תרכוש IES 50% מהמתקן והחברות יפעלו ביחד מול המדינה להארכת הסכם הזיכיון במקביל לשדרוג והרחבת המתקן. מתקן ההתפלה באשדוד פעל באופן חלקי במהלך המחצית הראשונה בשל סיום פעילות השדרוג, עד להפעלתו המלאה בחודש יולי. במהלך הרבעון הראשון נחתם תיקון להסכם הזיכיון מול המדינה, אשר כלל הארכה של תקופת הזיכיון במתקן ההתפלה עד לשנת 2044.

נתונים כלכליים מרכזיים (באלפי ש"ח)	1-6/2025	1-6/2024	2024
הכנסות ²⁸	192,854	188,626	371,363
רווח תפעולי ²⁹	61,895	53,854	113,561
EBITDA Adjusted ³⁰	106,625	98,247	200,787
FFO Adjusted ³¹	82,946	73,786	147,965
חוב פיננסי, נטו (לתום תקופה)	1,216,235		1,154,680

²⁴ במסגרת כל השקעה מוצגים תחומי הפעילות העיקריים בלבד.

²⁵ 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 Adjusted של כל תחומי הפעילות ובניכוי מלוא עלויות ההנהלה והמטה של הפלטפורמה ונכסיה; (ד) ה-FFO Adjusted משקף חיבור של ה-FFO Adjusted של כל תחומי הפעילות ובניכוי מלוא עלויות ההנהלה והמטה, תשלומי הריבית ותשלומי המס של הפלטפורמה ונכסיה.

²⁶ הלוואות והתחייבויות מתאגידים בנקאיים וגופים פיננסיים בניכוי מזומנים ושווי מזומנים, לרבות מזומנים מוגבלים.

²⁷ חטיבת ההקמות (הקבלן המבצע של הפרויקטים בהקמה) מוצגת החל מהדוח לרבעון השני לשנת 2025 כחלק מחטיבת המים ושפכים. הנתונים הכספיים הופרדו 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 (חלף חשבונאות לפי IFRIC 12) וזאת על מנת לאפשר הצגה אחידה של הרווח התפעולי במגזר הזכייונות כך שתוצאותיו יוצגו לפי מודל רכוש קבוע, אשר המשקף בצורה נאותה יותר את הביצועים הכלכליים של המתקנים.

³⁰ רווח תפעולי בתוספת פחת והפחתות, בתוספת תקבולים מנכס פיננסי בגין הסדר זיכיון, 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).

³¹ 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 2025

זרוע הסביבה (באמצעות BlueGen – 80.01%)

פסולת



(איחוד מלא של ק.מ.מ; איחוד יחסי 50% של דקל תשתיות ו-24.75% של סייקל)

חטיבת הפסולת של BlueGen מטפלת במגוון רחב של סוגי פסולת (מעורבת, נייר, קרטון, פלסטיק, בקבוקים, טקסטיל וצמיגים), פועלת לאורך כל שרשרת הערך (איסוף, מיון, מחזור והשבה). במחצית הראשונה של 2025 הודיעה הקרן על כוונתה לחבר את פעילות הפסולת תחת זרוע אחת. כחלק מתוכנית זו, מימשה BlueGen את האופציה לרכישת מניות המיעוט (25%) בק.מ.מ. ועלתה לשליטה מלאה (100%). זרוע הפסולת שתהיה בשליטת BlueGen (צפי החזקה של כ-80%) צפויה לכלול את פעילויות דקל, ק.מ.מ. וסמארט וויסט.

בתקופת הדוח, מתקן גרין נט בירושלים המשיך להפגין ביצועים גבוהים משמעותית מהתקופה הקודמת בהשפעת הקול הקורא למתקני מיון ולאור גידול בכמויות הפסולת המטופלת וקיטון בשיעורי ההטמנה. בנוסף, החברה המשיכה להתקדם בהקמת מתקן מיון חדש באתר חירייה במקביל להפעלת המתקן הקיים. גם בק.מ.מ, הביצועים היו טובים בהשוואה לתקופה המקבילה אשתקד, בעיקר לאור עלייה בכמות המטופלת, גידול במחירי המכירה במגזר האיסוף וקיטון בהוצאות הייצוא שהוביל לשיפור ברווחיות. עם סיום פעילות ההקמות של מתקנים חדשים, כגון מתקן המיון בחירייה, מתקן מיון אריזות לתמיר ומתקני מיון נוספים, הרווח וההכנסות מפעילות הפסולת צפויים לגדול משמעותית.

נתונים כלכליים מרכזיים (באלפי ש"ח)	1-6/2025	1-6/2024	2024
הכנסות	259,140	224,529	454,398
רווח תפעולי	26,816	20,154	34,609
³² EBITDA Adjusted	42,938	35,297	66,481
³¹ FFO Adjusted	28,357	29,771	50,703
חוב פיננסי, נטו (לתום תקופה)	81,563		78,535



³² רווח תפעולי בתוספת פחת והפחתות ובתוספת דמי ניהול לבעלי המניות (ככל שישנם). לחשיבות הנתון ראה הערת שוליים 29 לעיל.

BlueGen זרוע הסביבה - תמצית תוצאות לששת החודשים הראשונים של 2025

זרוע הסביבה (באמצעות BlueGen – 80.01%)

מים ושפכים והקמות (EPC)²⁷



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

BlueGen Water מהווה שחקנית מובילה בתחום המים והשפכים הפועלת בתכנון, הקמה, תפעול ובעלות במתקני טיפול במים וטיהור שפכים במגוון רחב של תחומים ופעילויות ולמגוון רחב של לקוחות. תחום ההקמות כולל בעיקר את פעילות ה-EPC של הפרויקטים הגדולים ביניהם סמארט-וויסט, דיה, סבחה, תחנת הכוח באשדוד ועוד. בחטיבת המים המשיך השיפור בביצועים ביחס לתקופה המקבילה אשתקד בעיקר לאור שיפור והגדלת חוזים קיימים ודרך התייעלות תפעולית. ביולי 2025, זכתה החברה במכרז סבחה להרחבת מתקן ההתפלה באילת בהיקף של כ-425 מיליון ש"ח. נכון למועד פרסום הדוח, עומד צבר ההזמנות החתום של החטיבה על כ-1.6 מיליארד ש"ח, וזאת בהשוואה לכ-1.5 מיליארד ש"ח בתחילת השנה. בפעילות ההקמות, חלה התקדמות משמעותית נוספת במתקן סמארט-וויסט ותחנת הכוח באשדוד, פרויקטים שהקמתם אמורה להתקדם משמעותית בשנה הקרובה ולהסתיים במהלך 2026,³³ וכן חלה התקדמות משמעותית גם בפרויקט דיה (שיעור ביצוע של כ-20%) לקראת הפעלתו הצפויה בשנת 2027.

נתונים כלכליים מרכזיים (באלפי ש"ח)	1-6/2025	1-6/2024	2024
הכנסות	231,020	185,793	418,684
רווח תפעולי	194	(12,068)	(770)
EBITDA Adjusted ³⁴	12,496	171	21,430
FFO Adjusted ³¹	10,043	(1,940)	16,834



כימיקלים (איחוד מלא)



חטיבת הכימיקלים עוסקת בתחום המוצרים המיוחדים (ייצור, ייבוא ושיווק) בשווקים בעלי חסמי כניסה גבוהים, ומחזיקה בקשת רחבה של לקוחות גדולים ויציבים. בתקופת הדוח המשיכה החטיבה את הצמיחה עם גידול בהיקף ההכנסות ושמירה על רווחיות דומה לתקופה מקבילה אשתקד.

נתונים כלכליים מרכזיים (באלפי ש"ח)	1-6/2025	1-6/2024	2024
הכנסות	45,549	39,346	82,269
רווח תפעולי	4,912	3,825	10,005
EBITDA Adjusted ³⁵	7,433	6,904	15,974
FFO Adjusted ³¹	7,285	6,779	15,577

³³ המידע אודות מועד סיום ההקמות הינו מידע צופה פני עתיד – ראו הערת שוליים 20 לעיל.

³⁴ רווח תפעולי בתוספת פחת והפחתות ובתוספת דמי ניהול לבעלי המניות (ככל שישנם). לחשיבות הנתון ראה הערת שוליים 29 לעיל.

³⁵ רווח תפעולי בתוספת פחת והפחתות בתוספת תקבולים מנכס פיננסי בגין הסדר זיכיון, בתוספת רווחי אקוויטי בגין חברות כלולות לא מהותיות, בתוספת הוצאות חד פעמיות (כדוגמת מכרזים) ובתוספת דמי ניהול לבעלי המניות (ככל שישנם). לחשיבות הנתון ראה הערת שוליים 29 לעיל.



בון תור זרוע התחבורה בישראל – תמצית תוצאות לששת החודשים הראשונים של 2025 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 בביבוא כלי רכב דרך חברת ב.ג. מוטורס. במחצית הראשונה העסיקה קבוצת בון תור כ-2,550 נהגים, הפעילה כ-2,100 רכבים וביצעה כ-45 מ' ק"מ נסיעה של תחבורה ציבורית.

2024	1-6/2024	1-6/2025	נתונים כלכליים מרכזיים (באלפי ש"ח)
1,916,576	865,904	1,010,756	הכנסות ²⁵
339,143	153,667	201,078	EBITDA Adjusted ²⁵
261,765	115,967	162,004	FFO Adjusted ²⁵
1,980,599		1,896,049	חוב פיננסי, נטו (לתום תקופה) ²⁵

היסעים



(איחוד מלא)

בון תור הינה חברת היסעים, ממובילות שוק ההיסעים בישראל המספקת פתרונות תחבורה ושירותי היסעים לחברות ולגופים גדולים באמצעות 8 סניפים בפריסה ארצית.

במחצית הראשונה של שנת 2025 החברה המשיכה בתנופת הצמיחה עם גידול של כ-20% בהיקף ההכנסות בהשוואה לתקופה מקבילה אשתקד לאור הגדלת היקפי הפעילות מול לקוחות קיימים, זכייה במכרזים חדשים וגיוס לקוחות חדשים. צמיחה זו הושגה על אף ירידה נקודתית בהכנסות בתקופת מבצע "עם כלביא" במהלך חודש יוני 2025. החזרה לפעילות משמעותית יותר בנתב"ג, בעיקר ברבעון הראשון, תרמה אף היא לתוצאות המחצית. החברה שמרה על שיעורי הרווחיות במהלך התקופה, בעיקר דרך שיפור ביעילות התפעולית, והתוצאות הכספיות עלו על תחזיות החברה בכל הפרמטרים.

2024	1-6/2024	1-6/2025	נתונים כלכליים מרכזיים (באלפי ש"ח)
420,036	198,632	240,447	הכנסות
46,508	22,779	26,532	רווח תפעולי
75,683	38,929	43,479	EBITDA Adjusted ³⁶
57,555	29,819	36,072	FFO Adjusted ³¹
154,940		171,181	חוב פיננסי, נטו (לתום תקופה)

³⁶ רווח תפעולי בתוספת פחת והפחתות לפי IFRS ובתוספת הוצאות תשלום מבוסס מניות שאינן תזרימיות. לחשיבות הנתון ראה הערת שוליים 29 לעיל.

בון תור זרוע התחבורה בישראל – תמצית תוצאות לששת החודשים הראשונים של 2025 תחבורה בישראל (באמצעות בון תור – 75.7%)

תחבורה ציבורית (איחוד מלא)



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

בתקופת הדוח מטרופולין המשיכה להשתפר במדדי הביצוע, תוך התמקדות בתפעול ובשירות, לצורך הגדלת הרווחיות התפעולית בשנת 2025. שעורי האי-דיוק והאי-ביצוע ברמת החברה ירדו במחצית הראשונה של 2025 לרמה של 3.3% ו-1.96%, נמוך משמעותית מבתקופה המקבילה אשתקד (6.16% ו-3.13% בהתאמה) וחזרה מתחת לרף המינימלי הנדרש (ברמת אשכולות המרכז) בהתחייבות המכרזית. בהתאמה, במחצית הראשונה ניתן לראות את המשך המגמה החיובית בדוחות, שכללה גידול בהכנסות (לאור ההפעלה המלאה של שני האשכולות החדשים במהלך 2024), וגידול מקביל ב-EBITDA וב-FFO ביחס לתקופה מקבילה אשתקד. גם הרווח התפעולי החיובי בהיקף של כ-8.5 מיליון ש"ח, נובע מהמשך מגמת השיפור.

בימים אלו, מטרופולין ממשיכה בדיונים עם משרד התחבורה בנוגע להסדרה ענפית אשר נמצאת בשלבים מתקדמים וסופיים. מטרת ההסדרה מחד היא שיפור השירות, ומהצד השני טיפול בנזקים שנוצרו למפעילי התחבורה הציבורית לאור בעיות רוחביות, כגון ירידה בגידול הנורמטיבי במספר הנוסעים והיקף התיקופים, ירידה משמעותית במהירות המסחרית, גודשי תנועה, מחסור בנהגים ועוד. להערכת הקרן, תהליך החתימה על ההסדרה יסתיים עד לסוף שנת 2025 והוא צפוי להוביל להמשך שיפור בפעילות ובתוצאות.³⁷

2024	1-6/2024	1-6/2025	נתונים כלכליים מרכזיים (באלפי ש"ח)
1,403,188	655,937	759,436	הכנסות
(8,546)	(1,336)	8,593	רווח תפעולי
259,873	118,870	160,466	EBITDA Adjusted ³⁶
210,852	95,434	133,288	FFO Adjusted ³¹
1,825,659		1,710,153	חוב פיננסי, נטו (לתום תקופה)



³⁷ 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.



ייצור, אגירה ואספקת חשמל - תמצית תוצאות לששת החודשים הראשונים של 2025

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

PowerGen בכללותה



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

פעילות הקרן בתחום הייצור, אגירה ואספקת חשמל בישראל נעשית באמצעות PowerGen (100%) המרכזת את כלל פעילות הקרן בתחום החשמל – ייצור חשמל, אגירת אנרגיה ואספקת חשמל ללקוח. במהלך המחצית הראשונה, בסגמנט האנרגיות המתחדשות חל גידול בהיקף מתקני הייצור ובמגה וואט המתקוק, ותחנות הכוח של PowerGen פעלו בזמינות ממוצעת גבוהה של מעל 95%. פעילות אספקת החשמל ללקוח הביתי של PowerGen, אשר נעשית באמצעות שותפות עם בזק (בזק-ג'ן) המשיכה להציג קצב הרכשת לקוחות גבוה מהתחזיות ותפסת נתח שוק משמעותי. **באוגוסט 2025 התקבל אישור ממשלה להקמת תחנת הכוח ריינדייר.** התחנה צפויה להיות מוקמת בשטח מועצה אזורית דרום השרון על אחת מעתודות הקרקע הבודדות במרכז הארץ ברמת בשלות גבוהה להקמה, במיקום אסטרטגי וייחודי בסמיכות לאזורי הביקוש. התחנה תהיה בעלת הספק של עד 900 מגה וואט ותופעל באמצעות גז טבעי.

נתונים כלכליים מרכזיים (באלפי ש"ח)	1-6/2025	1-6/2024	2024
הכנסות ²⁵	803,801	659,968	1,503,638
EBITDA Adjusted ²⁵	180,000	189,896	380,267
FFO Adjusted ²⁵	108,223	125,232	249,370
חוב פיננסי, נטו (לתום תקופה) ^{25,40}	3,397,600		3,112,468

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 הבילטרליות המונעות בגז טבעי (הצפוניות והחופיות) המשיכו לפעול כסדרן בזמינות גבוהה מאוד וייצרו EBITDA בהיקף של כ-95 מיליון ש"ח, בהתאם לתקציב. הירידה ב-EBITDA בהשוואה לתקופה המקבילה אשתקד מקורה בעיקר בשל שינויים רגולטורים בקביעת תעריפי החשמל (שהובילו לעלייה ברכיב המערכתיות ושחיקה ברכיב הייצור) שמשיפיעות על הרווחיות. במרבית התקופה פעלו תחנת אלון תבור ותחת רמת גביראל תחת שיוך לאסדרה 394 ("תעריפי קוגנרציה"), לאחר אישורה של תחנת אלון תבור במרץ 2025. השיפור בתוצאות בעקבות השיוך לאסדרה זו, קיזז בחלקו את ההשפעות השליליות שנצפו ברווח בשל שינויי הרגולציה. בנוסף, ממשיכה הקרן לפעול מול המדינה לטפל בעיוותים שנוצרו מעליית רכיב המערכתיות שהשפיעו לרעה על ביצועי התחנות החופיות.

נתונים כלכליים מרכזיים (באלפי ש"ח)	1-6/2025	1-6/2024	2024
הכנסות ³⁸	412,216	389,026	847,792
רווח תפעולי	29,243	48,420	107,467
EBITDA Adjusted ³⁹	94,405	104,857	236,135
FFO Adjusted ³¹	67,904	77,019	180,893
חוב פיננסי, נטו ⁴⁰ (לתום תקופה)	1,346,275		1,383,554

³⁸ בניכוי הכנסות בגין עלויות מערכתיות.

³⁹ רווח תפעולי בתוספת פחת והפחתות ובנטרול הכנסות (הוצאות) חד פעמיות ואחרות. לחשיבות הנתון ראה הערת שוליים 29 לעיל.

⁴⁰ נתוני החוב פיננסי, נטו של התחנות הצפוניות והחופיות ליום 31 בדצמבר 2024 עודכנו ביחס לנתונים המדווחים בדוח התקופתי של הקרן לשנת 2024.

ייצור, אגירה ואספקת חשמל - תמצית תוצאות לששת החודשים הראשונים של 2025

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

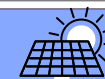
MRC אלון תבור
(איחוד יחסי 16.67%)



MRC אלון תבור - טורבינת גז (363 MW), טורבינות סולר (220 MW), פיקר חדש (230 MW), קרקע לייזום מחז"מ נוסף. במהלך תקופת הדוח פעלה תחנת MRC אלון תבור בצורה יציבה ויעילה כשהתוצאות שהיא מציגה טובות יותר מהתחזיות, בעיקר בשל כמות אנרגיה מיוצרת גבוהה יותר. בנוסף, חלק מהגידול מול תקופה מקבילה אשתקד מקורו בתחזוקה שבוצעה בתחנה בשנה שעברה במהלך הרבעון השני. הרווח התפעולי ירד מעט בתקופת הדוח אל מול תקופה מקבילה, בעיקר לאור הגבלת המחירים בשל השימוש של רשות החשמל, אך ב-EBITDA וב-FFO נצפה גידול בהשוואה לתקופה מקבילה אשתקד לאור הנאמר לעיל. יצוין כי עבודות ה-commissioning של הפיקר החדש צפויות להסתיים בקרוב, והפיקר צפוי להיכנס להפעלה מלאה ברבעון השלישי. בנוסף, אנו ממשיכים בתהליכים לפיתוח מחז"מ נוסף בשטח האופציה.

נתונים כלכליים מרכזיים (באלפי ש"ח)	1-6/2025	1-6/2024	2024
הכנסות	58,174	46,527	108,129
רווח תפעולי	10,846	11,452	30,845
EBITDA Adjusted ⁴¹	23,347	17,756	46,194
FFO Adjusted ³¹	18,948	14,710	40,215
חוב פיננסי, נטו (לתום תקופה)	294,172		258,675

אנרגיות מתחדשות
(איחוד מלא)



הפעילות כוללת נכסים מניבים בהספק כולל של כ-168 MW מותקן וכ-124 MWh קיבולת אגירה; נכסים בהקמה ולקראת הקמה בהספק כולל של כ-208 MW מותקן וכ-814 MWh קיבולת אגירה, ונכסים בשלבי ייזום ופיתוח שונים בהספק כולל של כ-851 MW וכ-5,198 MWh קיבולת אגירה. בתקופת הדוח התוצאות הפרויקטאליות (הכנסות ורווח) היו גבוהות מהתקופה המקבילה אשתקד בעיקר לאור עלייה בהיקף מתקני הייצור, לאחר סיום מספר הקמות, שהובילו לגידול בהיקף המגה-וואט המותקן.

נתונים כלכליים מרכזיים (באלפי ש"ח)	1-6/2025	1-6/2024	2024
הכנסות פרויקטאליות ⁴²	79,795	66,726	135,720
EBITDA פרויקטאלית ⁴³	57,551	49,170	98,403
FFO פרויקטאלית ⁴⁴	43,779	35,547	74,969
חוב פיננסי, נטו (לתום תקופה)	965,688		863,967



⁴¹ רווח תפעולי בתוספת פחת והפחתות, בתוספת הוצאות תשלום מבוסס מניות שאינן תזרימיות ובנטרול הכנסות (הוצאות) חד פעמיות או הכנסות (הוצאות) שאינן תזרימיות. לחשיבות הנתון ראה הערת שוליים 30 לעיל.

⁴² הכנסות ממכירת חשמל בלבד.

⁴³ הכנסות ממכירת חשמל בקיזוז הוצאות שכירות, אחזקת מערכות, ייזום ושכר.

⁴⁴ EBITDA פרויקטאלית בניכוי הוצאות מימון תזרימיות פרויקטאליות נטו.

ייצור, אגירה ואספקת חשמל - תמצית תוצאות לששת החודשים הראשונים של 2025

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. בתקופת הדוח המתקן פעל מסחרית באופן מלא והציג תוצאות טובות בדומה לרבעון המקביל אשתקד. בימים אלו מתבצעת הערכות להשבתת המתקן לטובת טיפול בתקלות, כשהתחנה צפויה לצאת להשבתה של מספר חודשים לצורך תיקון שנועד להבטיח פעילות תקינה לשנים רבות קדימה. נכון למועד הדוח, מתגבשות הסכמות בין המממנים, בעלות המניות, קבלן ההקמה ו-PSP ביחס להשבתת המתקן וביצוע התיקון (אשר צפוי לעמוד על כ-7.5 חודשים), וכן ביחס לתנאי התיקון, הנשיאה בעלויות (לרבות אובדן רווחים), תקופת האחריות והאפשרות להעמיד ערבויות בעלים בסכום שאינו מהותי לקרן. בהתאם להסכמות המתגבשות, הליך הבוררות ב-ICC בין קבלן ההקמה לבין PSP יוקפא למשך 10 חודשים. ככל שתתגבשנה ההסכמות כאמור, ההערכה היא שהמתקן יצא להשבתה לקראת תום הרבעון הרביעי של 2025.

נתונים כלכליים מרכזיים (באלפי ש"ח)	1-6/2025	1-6/2024	2024
הכנסות	43,572	45,448	95,331
רווח תפעולי	15,618	17,709	35,110
EBITDA Adjusted ⁴⁵	24,713	24,762	49,077
FFO Adjusted ³¹	16,531	14,262	32,181
חוב פיננסי, נטו (לתום תקופה)	307,362		349,798



⁴⁵ רווח תפעולי בתוספת פחת והפחתות. לחשיבות הנתון ראה הערת שוליים 29 לעיל.



תחבורה רכבתית באנגליה - תמצית תוצאות לששת החודשים הראשונים של 2025 תחום התחבורה הרכבתית באנגליה (באמצעות פורטרברוק - 10%)

פורטרברוק



פעילות הקרן בתחום התחבורה הרכבתית בבריטניה נעשית באמצעות פורטרברוק שהינה אחת מ-3 חברות החכרת הרכבות (ROSCO) המובילות בבריטניה. לחברה 45 ציי קרונות הכוללים כ-4,000 רכבות המוחכרות בשיעור ניצולת של מעל ל-97%, והינה בעלת נתח שוק של כ-23%.

הקרן ממשיכה בביצוע מהלכים למימוש מלוא השקעתה (10%, בעקיפין) בחברת פורטרברוק, ובהתאם סיווגה את ההשקעה כנכס המוחזק למכירה במסגרת הדוחות הכספיים לרבעון השלישי לשנת 2024 ובדוחות הכספיים העוקבים. ברבעון הנוכחי בוצע עדכון לא מהותי לשווי ההשקעה, על סמך הערכת שווי חיצונית שבוצעה לנכס המתבססת על מודל החברה העדכני.

במהלך תקופת הדוח המשיכה פורטרברוק בפעילות בהתאם לתוכנית העסקית וניתן לראות שיפור במרבית התוצאות בהשוואה לתקופה המקבילה אשתקד. עיקר הגידול בהנכסות וברווחיות נובע משיפור חוזים בחלק מהציים הקיימים וכן בשל גידול בפעילות התחזוקה. הקיטון ב-FFO נובע מתשלומי חוב גבוהים יותר שהיו ברבעון השני ביחס לתקופה המקבילה אשתקד.

נכון לסוף המחצית הראשונה של 2025 לפורטרברוק ישנם מזומנים בקופה בהיקף של כ-105 מיליון ליש"ט ויתרת רווחים ראויים לחלוקה בהיקף של כ-1 מיליארד ליש"ט.

2024	1-6/2024*	1-6/2025*	נתונים כלכליים מרכזיים (במיליוני ליש"ט)
365.7	168.1	201.3	הכנסות
104.4	48.9	56.3	רווח תפעולי
265.6	128.4	139.4	⁴⁵ EBITDA Adjusted
171.5	91.0	82.8	³¹ FFO Adjusted
1397.4		1,426.3	חוב פיננסי, נטו (לתום תקופה)
			*נתונים לא סקורים

לוגיסטיקה, חלוקת גז טבעי והטענת רכבים חשמליים בחו"ל - תמצית תוצאות לששת החודשים הראשונים של 2025

פרידנזון-ג'נריישן
(50%)



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

בהמשך למגמה החיובית בפעילות החברה ברבעונים האחרונים, במחצית הראשונה של השנה החברה המשיכה להציג צמיחה וגידול בפעילות, בין היתר לאור הגידול בפעילות האחסנה היבשה במרלוג החדש בטרמינל אשדוד, וחזרה לעבודה סדירה בנמלי הים בהשוואה לתקופה המקבילה אשתקד. בנוסף נמשכו עבודות ההקמה במתחם אדמירליטי חיפה, המרלוג במתחם 126 באשדוד ופעילות האחסנה הקפואה במרלוג טרמינל אשדוד, פיתוח אשר ימשיך להשפיע על צמיחת ההכנסות בשנים הקרובות.

נתונים כלכליים מרכזיים (באלפי ש"ח)	1-6/2025	1-6/2024	2024
הכנסות	40,199	31,111	67,923
רווח תפעולי	7,094	3,544	12,116
⁴⁵ EBITDA Adjusted	17,482	12,784	29,603
³¹ FFO Adjusted	14,060	10,660	23,505
חוב פיננסי, נטו (לתום תקופה)	97,076		68,890

חברות חלוקת הגז הטבעי
(33.33%)



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

הירידה בהכנסות התחום מקורה בירידה בהכנסות ה-EPC בעיקר בשל סיום פרויקט ערד שלב ב', אשר התקצזו בחלקם מול גידול בדמי החלוקה במגזר התעשייתי והבייתי. הגידול ב-EBITDA נובע מעלייה בהכנסות מדמי חלוקה ומהפשרת שדרוג ערד שלב ב'. השיפור ב-FFO נובע בעיקר מתשלומי מיסים נמוכים יותר בהשוואה למחצית הראשונה אשתקד.

נתונים כלכליים מרכזיים (באלפי ש"ח)	1-6/2025	1-6/2024	2024
הכנסות	52,668	61,701	107,240
רווח תפעולי	11,758	13,279	21,928
³⁹ EBITDA Adjusted	20,560	20,275	38,699
³¹ FFO Adjusted	17,636	13,650	28,696
חוב פיננסי, נטו (לתום תקופה)	118,714		99,785

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 וקרוואטיה. GreenWay הינה השחקן המוביל בתחום בפולין וסלובקיה ולאחרונה הרחיבה את הפעילות גם לקרוואטיה. בחודש מרץ 2025 נכנסה קרן התשתיות הצרפתית MIROVA, אשר מתמחה בתחום הטעינה החשמלית במערב אירופה, כמשקיע עוגן ב-GreenWay, עם השקעה של כ-45 מיליון אירו בחברה.

במחצית הראשונה חל גידול של 10% בהכנסות בהשוואה לאשתקד, לאור נתוני שיא מבחינת נצילות בעמדות, כמות מנויים, כמות טעינות וחשמל שנמכר. מכירות כלי הרכב החשמליים במרכז אירופה ברבעון האחרון היו הגבוהים שנמדדו, עם חודשי שיא הן בפולין והן בסלובקיה, מגמה אשר אם תמשך, צפויה להמשיך ולתמוך בצמיחה שנצפתה במחצית הראשונה.

נתונים כלכליים מרכזיים (באלפי אירו)	1-6/2025*	1-6/2024*	2024*
הכנסות	10,139	8,714	19,633
רווח תפעולי	(5,688)	(5,430)	(11,310)
⁴⁵ EBITDA Adjusted	(4,185)	(4,449)	(8,963)
³¹ FFO Adjusted	(4,615)	(4,915)	(8,963)

*נתונים לא סקורים/מבוקרים

1. שינויים וחידושים מהותיים בעסקי הקרן

להלן יובא פירוט השינויים והחידושים אשר אירעו בעסקי הקרן בכל עניין שיש לתארו בדוח התקופתי לשנת 2024. 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 חרבות ברזל

בסוף הרבעון הראשון של שנת 2025, חודשה ביתר שאת הלחימה ופעילות צה"ל ברצועת עזה במסגרת מבצעי "עוז וחרב" ובהמשך "מרכבות גדעון", זאת לאחר סיום הפסקת האש מול ארגון הטרור חמאס בחודשים ינואר עד מרץ 2025. בראשית אוגוסט 2025 החליט הקבינט הבטחוני להנחות את צה"ל להיערך להשתלטות על העיר עזה. ביום 13 ביוני 2025, פתחה מדינת ישראל במבצע "עם כלביא" במטרה לנטרל איומים איראניים על מדינת ישראל ותושביה. ביום 24 ביוני 2025 הוכרזה הפסקת אש בין ישראל לאיראן. במקביל, החזית מול תימן עודנה מתוחה, כאשר החות'ים בתימן, הנתמכים על ידי איראן, ממשיכים לבצע ירי טילים על ישראל. נכון למועד פרסום דוח זה, אין ודאות באשר להיקף הלחימה הנמשכת כנגד ארגון הטרור חמאס ברצועת עזה, ובאשר להתפתחויות עתידיות בעימות מול איראן ושלוחותיה.

לאחר שבשנת 2024 ירד הדירוג של מדינת ישראל על ידי סוכנויות דירוג האשראי הבינלאומיות, דירוגי האשראי ותחזיות הדירוג כאמור נותרו ללא שינוי בתקופת הדוח ולמועד פרסומו.

נכסי הקרן הינם בתחומי התשתיות והאנרגיה, כאשר מרביתם מהווים תשתיות חיוניות, להם חשיבות קריטית לתפקודן של המערכות השונות במשק, ובהתאם נדרשים להמשיך להעמיד את שירותיהם גם בעתות חירום ומלחמה. בהתאם, מרבית נכסי הקרן מפגינים יציבות בפעילותם במצב הנוכחי, ולהערכת הקרן אין צפי להשפעה מהותית על פעילותן של השקעות הקרן במבט צופה פני עתיד. עם זאת, נכון למועד פרסום הדוח, קיימת השפעה מסוימת כתוצאה מהמלחמה על פעילות הקרן, בדגש על עיכובים בהקמות של כמה מנכסי הפורטפוליו המצויים בהליך הקמה.

על אף האמור יצוין, כי 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 הנדרשים להקמת הפרויקטים ובמתן פיצויים שונים, בהתאם להסכמים ולרגולציה הרלוונטית לכל פרויקט. בחלק מהפרויקטים המעוכבים או שניזוקו כתוצאה מהמלחמה (דוגמת פרויקט סמארט וויסט, ובתחום התחבורה הציבורית), מתקיימים נכון למועד דוח זה דיונים עם המדינה על הקלות שונות ו/או פיצויים בגין נזקי המלחמה, דיונים המושפעים מצד המדינה גם מהגירעון התקציבי שנוצר בשל המלחמה ומצרכי הבטחון הגבוהים. כך, ביום 26 במרץ 2025 נחתם תיקון להסכם הזיכיון במתקן ההתפלה באשדוד, לפיו תקופת הזיכיון הוארכה בשש שנים נוספות, עד שנת 2044, כמפורט בסעיף 1.7.2 להלן.

הערכות הקרן כאמור לעיל, לרבות בדבר ההשלכות האפשריות של המצב בישראל על פעילותה העסקית של הקרן ועל נכסי הפורטפוליו, וביחס להקלות עתידיות בלוחות הזמנים להקמת הפרויקטים ו/או מתן פיצויים שונים לפרויקטים כאמור וכן בדבר הצפי לאי השפעה מהותית על פעילותן של השקעות הקרן במבט צופה פני עתיד, מהוות מידע צופה פני עתיד כהגדרת מונח זה בחוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968 ("מידע צופה פני עתיד"), אשר התממשותו אינה ודאית. מידע זה מבוסס, בין היתר, על הערכות ואומדנים של הקרן וחברות הפורטפוליו, בין היתר לאור הישגות הלחימה בגזרותיה השונות והשלכותיה על המשק. לאור האמור, ובשל, בין היתר, תלות בגורמים חיצוניים אשר אינם בשליטת הקרן, אין ודאות כי מידע זה יתממש בחלקו ו/או במלואו.

1.2. הון הקרן

ביום 4 בפברואר 2025, הוקצו 5,000,000 מניות רגילות של הקרן לנושאי משרה ועובדים, וזאת בהתאם לתנאי הסכם הניהול של הקרן עם ג'נריישן ניהול בע"מ ("חברת הניהול"), כמפורט במסגרת תקנה 21 בפרק ד' לדוח התקופתי לשנת 2024.

1.3. דיבידנדים

ביום 26 במרץ 2025 החליט דירקטוריון הקרן על כוונה עקרונית לחלק דיבידנד בסכום מצטבר של 60 מיליון ש"ח בשנה הקרובה. בהתאם, אישר דירקטוריון הקרן חלוקות כדלקמן:

מועד ההחלטה	סכום הדיבידנד (מיליוני ש"ח)	סכום דיבידנד למניה (ש"ח)	פרטים נוספים
26.03.2025	15	0.0118114	דוח מיידי (מתקן) מיום 01.04.2025 (אסמכתה: 2025-01-023811)
25.05.2025	15	0.0118114	דוח מיידי מיום 26.05.2025 (אסמכתה: 2025-01-036960)
24.08.2025	15	0.0118106	יפורסם בסמוך לאחר פרסום דוח זה

1.4. מימון

1.4.1. למועד הדוח, פעילות הקרן ממומנת ממקורותיה העצמיים, מסגרות אשראי מתאגידים בנקאיים ומגופים מוסדיים, גיוס חוב בדרך של הנפקת אגרות חוב לציבור והלוואות מוכר. לפרטים אודות ההלוואות ומסגרות האשראי שהועמדו לקרן ותנאיהן, לרבות הארכת תוקפן, ראו באורים 7, 10, 14 ו-18ג לדוחות הכספיים של הקרן ליום 31 בדצמבר 2024, הכלולים בדוח התקופתי לשנת 2024, וכן באור 4 לדוחות הכספיים ליום 30 ביוני 2025.

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

אמת מידה פיננסית	ערכה נכון ליום 30 ביוני 2025
א. ההון העצמי המוחשי של החברה המיוחס לבעלי המניות, לא יפחת בכל עת מ-500 מיליון ש"ח	2,277.8 מיליון ש"ח
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)	1,713.3 מיליון ש"ח
ג. יחס LTVC לא יעלה על 45%	41.1%
ד. יחס LTVS לא יעלה על 67.5% (*)	4.1%
(*) ככל שיחס ה-LTVS יעלה על השיעור שנקבע אך לא יעלה על 75%, אזי אי עמידה באמת המידה הפיננסית כאמור לא תחשב כהפרת הסכם העמדת מסגרת האשראי, בכפוף לכך שהקרבן תעמיד לבנק בטוחה או בטוחות נוספות או תפרע חלק יחסי של האשראי בתוך שני רבעונים קלנדריים.	

1.4.2. לפרטים אודות יתרת המסגרות הבלתי מנוצלות של הקרבן נכון למועד החתימה על הדוח, ראו באור 14 לדוחות הכספיים ליום 30 ביוני 2025.

1.5. דירוג

ביום 12 בינואר 2025 אישררה S&P מעלות את דירוג זמן ארוך לקרבן שקבעה לה לראשונה ביום 30 בדצמבר 2020, שהינו ilA, עם תחזית יציבה, וכן את דירוג זמן קצר לקרבן שקבעה לה לראשונה ביום 4 בנובמבר 2024, שהינו ilA-1. לפרטים ראו דוח מיידי מיום 12 בינואר 2025 (מס' אסמכתה: 003625-01-2025), הכלול בדוח זה על דרך ההפניה.

1.6. הליכים משפטיים

לפרטים בדבר בקשה לאישור תביעה כתביעה נגזרת לפי סעיף 198 לחוק החברות, שהוגשה כנגד הקרבן, חברת הניהול וכלל הדירקטורים בקרבן, למחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו ("הבקשה"), ראו סעיף 16.2 בפרק ב' לדוח התקופתי לשנת 2024 וכן בבאור 18 א' לדוחות הכספיים ליום 31 בדצמבר 2024. נכון למועד פרסום הדוח, להערכת הנהלת הקרבן על בסיס הערכת יועציה המשפטיים, ובשים לב לשלב המקדמי בו מצוי ההליך, סיכויי הבקשה לאישור להתקבל מוערכים בפחות מ-50%.

1.7. עדכונים ביחס לתחום המים, השפכים והסביבה

1.7.1. התקשרות במזכר הבנות לא מחייב להקמת זרוע הפסולת של הקרבן

ביום 19 במרץ 2025, נחתם מזכר הבנות לא מחייב בין בלוג'ן בע"מ (המוחזקת ב-80.01% על ידי הקרבן, "BlueGen") לבין קבוצת אחים יעקובי (ואי.אס.בי) בע"מ ("YSB") ו-"מזכר ההבנות", בהתאמה), המחזיקה יחד עם BlueGen בחלקים שווים, בדקל תשתיות (2001) בע"מ ("דקל תשתיות"), להקמת חברה חדשה בתחום הטיפול

בפסולת ("זרוע הפסולת"). זרוע הפסולת תרכז תחתיה את פעילויות BlueGen ו-YSB בתחום הפסולת, ובכלל זה, מלוא אחזקותיה של BlueGen בק.מ.מ מפעלי מחזור בע"מ ("קממ") (100% נכון למועד פרסום דוח זה, ראו להלן) ובפרויקט סמארט וויסט (זכיון ומפעיל) (50%) וכן את מלוא החזקותיהן של BlueGen ו-YSB בדקל תשתיות (100%).

במסגרת ריכוז הפעילויות בתחום הפסולת תחת זרוע הפסולת, ביום 18 ביוני 2025 השלימה BlueGen רכישת יתרת 25% מהון המניות של קממ שנותרו בידי בעלי מניות המיעוט בקממ, בדרך של מימוש אופציית רכש, שהוקנתה לה בהסכם רכישת מניות קממ מיום 24 בינואר 2022, וזאת בתמורה לסך של כ-55 מיליון ש"ח, כך שעם השלמת מימוש אופציית הרכש, מחזיקה BlueGen במלוא (100%) הון המניות של קממ. להערכת הקרן, החזקת מלוא הון מניות קממ בעקבות מימוש אופציית הרכש כאמור, תאפשר ל-BlueGen למזג פעילויות, ותחזק את יכולתה לנצל יתרון לגודל ולממש סיnergיות תפעוליות בין נכסיה השונים תחת זרוע הפסולת.

יצוין, כי BlueGen עתידה לשלוט בזרוע הפסולת, כאשר שיעור החזקתה בזרוע הפסולת המוקמת צפוי לעמוד על כ-80%.

לפרטים נוספים אודות מזכר ההבנות להקמת זרוע הפסולת ראו דוח מידי מיום 19 במרץ 2025 (מס' אסמכתה: 2025-01-018124), הכלול בדוח זה על דרך ההפניה.

המידע האמור לעיל אודות האפשרות העתידית של BlueGen למזג פעילויות, לנצל יתרון לגודל ולממש סיnergיות תחת זרוע הפסולת, ושיעור החזקה הצפוי של BlueGen בזרוע הפסולת, ככל שתוקם, הינו מידע צופה פני עתיד, אשר עשוי שלא להתממש או להתממש באופן שונה מהותית מהאמור לעיל, וזאת בין היתר, בכפוף להשלמת המו"מ, חתימה על הסכם מחייב והשלמת העסקה להקמת זרוע הפסולת וכן בשל גורמים שאינם בשליטת BlueGen או הקרן.

1.7.2. תיקון הסכם הזיכיון והארכת תקופת הזיכיון של מתקן ההתפלה באשדוד עד לשנת 2044

בהמשך לאמור בסעיף 1.1 לעיל בדבר דיונים המתנהלים עם המדינה על הקלות שונות ו/או פיצויים בגין נזקי המלחמה, ובעקבות תהליך הסדרה שהתנהל מול המדינה לקבלת פיצוי בגין נזקי מלחמת חרבות ברזל, שהובילה, בין היתר, לעיכובים בלוחות הזמנים שתוכננו לשיפוץ ושדרוג מתקן ההתפלה באשדוד והקמת תחנת הכוח בחצרו, ולגידול בעלויות, ביום 26 במרץ 2025 נחתם תיקון להסכם הזיכיון במתקן ההתפלה באשדוד, לפיו תקופת הזיכיון הוארכה בשש שנים נוספות, עד תום שנת 2044 (בהפחתה זניחה של תעריף המים בתקופת ההארכה), והותאמה תקופת הזיכיון של תחנת הכוח כך שתסתיים אף היא בתום שנת 2044. לפרטים ראו דוח מידי מיום 26 במרץ 2025 (אסמכתה: 2025-01-020738), הכלול בדוח זה על דרך ההפניה.

1.7.3. קבלת החלטה בשומה לקרקע מתקן ההתפלה אשדוד

בהמשך לאמור בסעיף 10 בנספח א' לפרק ב' בדוח התקופתי של הקרן לשנת 2024 בדבר השומה שהתקבלה מרמ"י עקב שינוי ייעוד לקרקע בשטח מתקן ההתפלה וההשגות שהגישה שותפות אשדוד⁴⁶ בענין, במהלך חודש מאי 2025 התקבלה אצל שותפות אשדוד החלטה בהשגה, לפיה עודכנה השומה לסכום של כ-46 מיליון ש"ח (חלף סכום של 88 מיליון שקל). שותפות אשדוד בוחנת אפשרות המשך הליכי השגה, ערר ו/או ערעור לערכאות המוסמכות בהתאם לדין וכן אל מול החשכ"ל.

1.7.4. תחנת הכוח בחצר מתקן ההתפלה אשדוד

במהלך חודש יוני 2025, ניתן פסק דין בעתירה מינהלית שהוגשה בבית המשפט המחוזי בירושלים על ידי עיריית אשדוד ויבנה, איגודי ערים וכן מספר גופים ירוקים, כנגד המשרד להגנת הסביבה וכנגד שותפות אשדוד, לפיו היתר הפליטה שניתן לתחנת הכוח המוקמת בחצר מתקן ההתפלה באשדוד מבוטל בשל פגמים שנפלו בהליך מתן ההיתר, והדיון במתן היתר הפליטה יוחזר למשרד להגנת הסביבה לצורך בחינתו מחדש בהקשר זה.

בסמוך לאחר קבלת פסק הדין כאמור ובהתאם לבקשה שהוגשה לבית המשפט על ידי שותפות אשדוד, ניתן צו לעיכוב כניסתו לתוקף של ביטול היתר הפליטה ביחס לשני מנועים המשמשים להפעלת המשאבות במתקן ההתפלה עצמו (מתוך שישה מנועים, כאשר ארבעת המנועים הנוספים הינם חלק מתחנת הכוח המוקמת בחצר מתקן ההתפלה). שותפות אשדוד בוחנת את האפשרויות המשפטיות העומדות בפניה בענין השלכות פסק הדין וכן הסדרת היתר הפליטה מול המשרד להגנת הסביבה.

נכון למועד הדוח, להערכת הקרן הקמת תחנת הכוח צפויה להסתיים עד לתום שנת 2025 והפעלתה צפויה ברבעון השלישי של שנת 2026.

ההערכה בדבר מועד השלמת הקמת תחנת הכוח והפעלתה, הינה מידע צופה פני עתיד, אשר התממשותו אינה ודאית ומתבססת, בין היתר, על תלות בגורמים חיצוניים שונים אשר אינם בשליטת BlueGen או הקרן, לרבות קבלת אישורים רגולטוריים מתאימים. לפיכך - אין כל ודאות כי תתממש בחלקה ו/או במלואה.

1.7.5. התקשרות במזכר הבנות עם IES לשיתוף פעולה בקשר עם מתקן ההתפלה בפלמחים

בהמשך לאמור בסעיף 3.2.2.א. בנספח א' לפרק ב' בדוח התקופתי של הקרן לשנת 2024 אודות הערכותיה של BlueGen בדבר פעילות מתקן ההתפלה בפלמחים, המוחזק ב-51% על ידי BlueGen (בסעיף זה, "**מתקן ההתפלה**" או "**המתקן**"), עם תום

46 שותפות מוגבלת בבעלות BlueGen ושפיר (בה מחזיקה BlueGen ב-50% מהזכויות כשותף מוגבל והמנוהלת באמצעות חברה ייעודית בבעלות משותפת של BlueGen ושפיר, המשמשת כשותף כללי), המחזיקה בחברות הזכיין והמפעיל של מתקן ההתפלה באשדוד.

תקופת הזיכיון הנוכחית בשנת 2029, וביחס לגיבוש הסכמות חדשות הן עם בעל זכויות החכירה בקרקע, אי.א.אס החזקות בע"מ ("IES") והן עם המדינה על התקשרות בהסכם זיכיון חדש, ביום 2 ביולי 2025, התקשרו BlueGen ו-IES במזכר הבנות לא מחייב לשיתוף פעולה בקשר עם מתקן ההתפלה, במסגרתו סוכם על פעילות משותפת מול המדינה להתקשרות בהסכם זיכיון חדש להפעלת מתקן ההתפלה לאחר תום תקופת הזיכיון הקיימת ולשדרוגו ("**תקופת הזיכיון הנוספת**") - "**פרויקט שדרוג המתקן**", (בהתאמה). במסגרת מזכר ההבנות הוסכם, בין היתר, כי IES תרכוש 50% מהמתקן לפי שווי המתקן בספרי הקרן במועד העסקה (וביחס לערך השייר (הגרט) – על פי שווי בספרי הקרן נכון ליום 31 בדצמבר 2024) בכפוף להתאמות מקובלות כמפורט במזכר ההבנות, ובתוספת פרמיה מוסכמת מראש העומדת על סך של 21 מיליון ש"ח, המשקפת כ-15% משווי המתקן בספרי הקרן נכון ליום 30 ביוני 2025. עוד הוסכם, כי עד לתום תקופת הזיכיון הקיימת (28 באפריל 2029), תמשיך BlueGen להיות בעלת השליטה במתקן לצורך איחוד דוחותיו הכספיים בהתאם להוראות תקן חשבונאות בינלאומי IFRS 10. העסקה כפופה לחתימה על הסכם מפורט עד ליום 31 בדצמבר 2025, לחתימה על הסכם זיכיון חדש מול המדינה, להסמכת IES להגשת תכנית לות"ל עבור חטיבת קרקע ההתפלה בפלמחים, וכן לקבלת אישורים נדרשים מאורגני החברה ומצדדים שלישיים.

לפרטים נוספים ראו דוח מידי מיום 3 ביולי 2025 (מס' אסמכתה: 2025-01-048179), הכלול בדוח זה על דרך ההפניה.

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

1.7.6. זכייה במכרז לתכנון וביצוע של מתקן התפלה סבחה ד' באילת

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

זכייתה של BlueGen במכרז כוללת עבודות תכנון, רכש, הקמה, הרצה ומסירה למקורות של מתקן סבחה ד' להתפלת מי ים בקיבולת של כ-20 מיליון מ"ק מים

מותפלים לשנה ומתקן לטיפול בתשטיפים של כלל מתקני סבחה, וכן תקופת בדק של 36 חודשים ממועד הפעלת המתקנים.

לפרטים נוספים ראו דוח מידי מיום 29 ביולי 2025 (מס' אסמכתה: 2025-01-056159), הכלול בדוח זה על דרך ההפניה.

1.8. עדכונים ביחס לתחום ייצור, אגירה ואספקת חשמל

1.8.1. קבלת אישור ממשלת ישראל לתכנית להקמת תחנת הכוח ריינדיר

בהמשך למתואר בסעיף 4.1.3 בנספח ג' לפרק ב' בדוח התקופתי של הקרן לשנת 2024, אודות ייזום תחנת הכוח ריינדיר, המוחזקת על ידי פאוורג'ן בע"מ (אשר מלוא הון מניותיה מוחזק על ידי הקרן, "PowerGen") ב-27.51%⁴⁷, ביום 7 באוגוסט 2025 נתקבל אישור ממשלת ישראל לתוכנית לתשתית לאומית, תת"ל 91, אשר מכוחה ניתן להקים את תחנת הכוח ריינדיר ("תחנת הכוח ריינדיר" או "התחנה").

תחנת הכוח ריינדיר צפויה להיות מוקמת בשטח מועצה אזורית דרום השרון, על אחת מעתודות הקרקע הבודדות במרכז הארץ ברמת בשלות גבוהה להקמה, במיקום אסטרטגי וייחודי בסמיכות לקווי תשתית חיוניים לצורך הולכת חשמל לאזורי הביקוש בגוש דן והמרכז. התחנה צפויה להיות בעלת הספק של עד 900 מגה וואט, ותופעל באמצעות גז טבעי.

בהקשר זה יצוין, כי ביום 26 במרץ 2025 פרסמה רשות החשמל החלטה⁴⁸ ("האסדרה") במסגרתה נקבעה מכסה לארבע תחנות כוח קונבנציונליות חדשות בעלות הספק הגבוה מ-630 מגה וואט שתקבלנה אישור תעריף, וזאת עד ליום 30 ביוני 2027. תחנות כוח אלה תהיינה זכאיות לתעריף זמינות שינוע בין 3.31 ל-3.05 אג' לקילוואט זמין, כתלות במועד קבלת אישור התעריף שבסמוך למועד סגירה פיננסית.

יצוין, כי שווי ההשקעה של PowerGen בתחנת הכוח ריינדיר עמד בספרי הקרן ליום 30 ביוני 2025 על כ-48 מיליון ש"ח⁴⁹, כאשר נכון למועד זה לא בוצעה הערכת שווי עדכנית המשקפת את השלכות אישור הממשלה להקמת התחנה על שווייה. הקרן תבחן את השלכות אישור ממשלת ישראל להקמת התחנה על שווי ההשקעה בדוחותיה הכספיים.

47 באמצעות ריינדיר אנרגיה בע"מ ("ריינדיר"), המוחזקת במישרין ובעקיפין על ידי PowerGen. יתרת הון מניותיה של ריינדיר מוחזק על ידי רפק תקשורת ותשתיות בע"מ (24.99%), גופים מקבוצת הפניקס (39.49%) ומחזיקים פרטיים (7.99%).

48 החלטה מספר 70804 – עדכון להחלטה מספר 69407 מיום 12 באוגוסט 2024 בעניין "אסדרה ליחידות ייצור קונבנציונליות".

49 מבוסס על הערכת שווי PowerGen אשר צורפה לדוח התקופתי של הקרן לשנת 2024 וקידום תשואה לבעלים החל ממועד זה. יצוין, כי השווי כאמור הינו לאחר ניכוי הלוואה שנטלה PowerGen לטובת רכישת חלק מהחזקותיה בריינדיר בסך של כ-24 מיליון ש"ח.

המידע האמור לעיל אודות הקמת תחנת הכוח ריינדייר, הספקה הצפוי והכניסה תחת האסדרה הינו מידע צופה פני עתיד, אשר התממשותו אינה ודאית ומתבססת, בין היתר, על הערכותיה של PowerGen והקרן נכון למועד דוח זה. אין ודאות כי מידע זה יתממש במלואו ו/או בחלקו, בין היתר בשל תלות בגורמים חיצוניים שאינם בשליטת הקרן ו/או PowerGen, לרבות קבלת אישורי הרשויות המוסמכות וביצוע סגירה פיננסית ככלל ובמסגרת המועדים הקבועים באסדרה בפרט.

1.8.2. מתקן אגירה שאובה במעלה גלבוע ("PSP") – גיבוש מתווה לתיקון המתקן

בהמשך למתואר בסעיף 4.1.1 בנספח ג' לפרק ב' בדוח התקופתי של הקרן לשנת 2024, אודות תיקון נוסף שבכוונת PSP (המוחזקת ב-25.5% על ידי PowerGen) לבצע, אשר צפוי להשבית את המתקן לתקופה נוספת ("התיקון"), והמגיעים עם קבלן ההקמה והמממנים לטובת קביעת תכנית עבודה לביצוע התיקון, נכון למועד דוח זה מתגבשות הסכמות בין המממנים, בעלות המניות, קבלן ההקמה ו-PSP ביחס להשבתת המתקן וביצוע התיקון (אשר צפוי לעמוד על כ-7.5 חודשים), תנאי התיקון, הנשיאה בעלויותיו (לרבות אובדן רווחים), תקופת האחריות לתיקון ואפשרות להעמדת ערבויות בעלים בסכום אשר אינו מהותי לקרן. בהתאם להסכמות המתגבשות, הליך הבוררות המתנהל ב-ICC בין PSP לבין קבלן ההקמה יוקפא למשך עשרה חודשים. ככל שתתגבשנה ההסכמות כאמור, צפוי התיקון להתחיל ברבעון האחרון של שנת 2025.

המידע האמור לעיל בדבר ההסכמות המתגבשות ביחס לתיקון המתקן, לרבות ההנחות בדבר מועד תחילת התיקון ומשכו הצפוי, הינו מידע צופה פני עתיד, אשר אין ודאות כי יתממש באופן המפורט לעיל או כי יתממש כלל, וזאת בין היתר בהתאם לתוצאות המשא ומתן המתנהל בין הצדדים, וכן בהתאם להתקדמות התיקון והצלחתו.

2. ניתוח הדוחות הכספיים ליום 30 ביוני 2025

2.1. המצב הכספי

הסברי הדירקטוריון	ליום 31 בדצמבר	ליום 30 ביוני		סעיף
	2024	2024	2025	
	באלפי ש"ח			
השינויים בנכסים השוטפים נובעים משינויים ביתרת המזומנים של הקרן ובשווי נכס מוחזק למכירה. יתרה זו עלתה ביחס לתקופה מקבילה בעקבות סיווג ההשקעה בפורטרברוק כנכס מוחזק למכירה החל מדוח הרבעון השלישי לשנת 2024.	583,691	173,703	536,615	נכסים שוטפים
הירידה ביחס לתקופה מקבילה בהתאם למפורט לעיל בדבר סיווג ההשקעה בפורטרברוק בנכסים השוטפים כנכס מוחזק למכירה. ביחס ליום 31 בדצמבר 2024 השינוי נובע מעליית ערך השקעות.	3,656,522	4,044,032	3,847,838	נכסים שאינם שוטפים
	4,240,213	4,217,735	4,384,453	סה"כ נכסים
העלייה נובעת מפירעונות (קרן ו/או ריבית) הצפויים בשנה השוטפת של אגרות החוב.	183,184	169,661	223,150	התחייבויות שוטפות
מקור השינויים הינו בניצול מסגרות אשראי וכן בהתחייבות מיסים נדחים התואם את השינוי	1,858,643	1,907,490	1,883,506	התחייבויות שאינן שוטפות

בערך ההשקעות בקיזוז השפעת נכס מס נדחה בגין הפסדים להעברה.				
סה"כ התחייבויות	2,106,656	2,077,151	2,041,827	
הון מניות ופרמיה	1,147,498	1,143,834	1,143,834	
קרן הון תשלום מבוסס למניות	30,206	29,965	32,025	
תקבולים על חשבון רכיב המרה של אגרות חוב	21,701	-	21,701	הגידול נובע מהנפקת אג"ח להמרה סדרה ד'.
עודפים	1,078,392	966,785	1,000,826	הגידול בכל תקופה נובע מהרווח הנקי של הקרן בניכוי חלוקות דיבידנדים.
סה"כ הון	2,277,797	2,140,584	2,198,386	
סה"כ התחייבויות והון	4,384,453	4,217,735	4,240,213	

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 2024	הסברי הדירקטוריון
	2024	2025	2024	2025		
	אלפי ש"ח					
הכנסות	203,657	135,599	137,454	42,854	244,287	השינויים בסעיף זה נובעים בעיקרם משינויים בשווי ההוגן של ההשקעות ומהיקף ההכנסות שהתקבלו מההשקעות.
הוצאות דמי ניהול	(13,324)	(11,514)	(6,742)	(6,014)	(23,094)	
הוצאות בגין תשלום מבוסס מניות ומענקים	(206)	(29)	(149)	(29)	(128)	
הוצאות בגין עסקאות	(667)	(230)	(33)	(11)	(3,924)	
הוצאות תפעוליות אחרות	(7,006)	(5,017)	(4,331)	(2,570)	(11,930)	
הוצאות בגין תשומות מע"מ שלא נדרשו	(1,724)	(940)	(899)	(458)	(2,367)	הגידול בהוצאות בגין מע"מ שלא נדרש תואם את הגידול בהוצאות התפעוליות של הקרן בתקופה.
סה"כ הוצאות	(22,927)	(17,730)	(12,154)	(9,082)	(41,443)	

הסברי הדירקטוריון	לתקופה של שנה שהסתיימה ביום 31 בדצמבר 2024	לתקופה של שלושה חודשים שהסתיימה ביום 30 ביוני		לתקופה של שישה חודשים שהסתיימה ביום 30 ביוני		סעיף
		2024	2025	2024	2025	
	אלפי ש"ח					
	(101,041)	(36,006)	(32,342)	(53,068)	(49,617)	הוצאות מימון
	1,582	307	127	750	581	הכנסות מימון
	103,385	(1,927)	93,085	65,551	131,694	רווח (הפסד) לפני מסים על הכנסה
השינויים בסעיף זה הינם בהתאמה לשינויים בסעיף התחייבויות מיסים נדחים.	(13,273)	5,212	(16,092)	(9,480)	(24,128)	הטבת מס (מיסים על ההכנסה)
	90,112	3,285	76,993	56,071	107,566	רווח כולל

2.3. נזילות

סעיף	לתקופה של שישה חודשים שהסתיימה ביום 30 ביוני		לתקופה של שלושה חודשים שהסתיימה ביום 30 ביוני		ליום 31 בדצמבר 2024	הסברי הדירקטוריון
	2024		2025			
	אלפי ש"ח					
מזומנים יתרת פתיחה	50,297	95,999	40,455	204,438	95,999	
מזומנים נטו שנבעו מפעילות (ששימשו לפעילות) שוטפת של הקרן	37,091	(*)7,520	29,722	(*)8,728	(*)31,901	השינויים במזומנים נטו שנבעו מפעילות שוטפת נובעים מתקבולים מההשקעות בקיזוז העלויות התפעוליות ועלויות ריבית.
מזומנים נטו ששמשו לפעילות השקעה	(40,723)	(46,489)	(41,791)	(38,680)	(98,044)	השינויים במזומנים נטו ששמשו לפעילות או שנבעו מפעילות השקעה נובעים מהיקף ההשקעות בנכסי הפורטפוליו בניכוי או בתוספת פירעונות עסקאות גידור.
מזומנים נטו שנבעו מפעילות (ששימשו לפעילות) מימון	(36,176)	(*)58,358	(17,897)	(*)41,642	(*)20,441	השינויים במזומנים נטו שנבעו מפעילות או ששמשו לפעילות מימון נובעים בעיקר מהיקף גיוסי החוב שביצעה הקרן בכל תקופה (לרבות ניצול מסגרת

סעיף	לתקופה של שישה חודשים שהסתיימה ביום 30 ביוני		לתקופה של שלושה חודשים שהסתיימה ביום 30 ביוני		הסברי הדירקטוריון
	2024	2025	2024	2025	
	אלפי ש"ח				
מזומנים יתרת סגירה					
10,489					
115,388					
10,489					
115,388					
50,297					
אשראי, בניכוי פירעונות קרנות הלוואות ואגרות חוב.					

(*) התאמה לא מהותית של מספרי השוואה - ראו באור 2 ד' לדוחות הכספיים ליום 30 ביוני 2025.

3. הוראות גילוי בקשר עם הדיווח הפיננסי של התאגיד

3.1. נזילות

יתרות הנזילות⁵⁰ של הקרן ליום 24 באוגוסט 2025 מוערכת בכ-342 מיליון 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 באור 3 לדוחות הכספיים ליום 31 בדצמבר 2024.

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

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

3.4. חשיפה לשינויים באינפלציה ועליית הריבית

המחצית הראשונה של שנת 2025 התאפיינה במגמות מעורבות: בעוד שמדד המחירים לצרכן עלה בחודשים ינואר עד יוני 2025 בשיעור מצטבר של כ-1.6% ובנק ישראל קבע בחודש יולי 2025 את תחזית האינפלציה השנתית בארבעת הרבעונים הקרובים (המסתיימים ברבעון השני של שנת 2026) ל-2.2%⁵¹, שיעור ריבית בנק ישראל, נותר על כנו החל מראשית 2024 ועומד על 4.5%. 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 9.2.3 לפרק ב' (תיאור עסקי התאגיד) בדוח התקופתי לשנת 2024.

נכון ליום 30 ביוני 2025, לקרן חוב פיננסי במח"מ ארוך⁵² הצמוד למדד המחירים לצרכן בסך כולל של 1,358,171 אלפי ש"ח ע.נ. בהתאם, ככל ששיעור האינפלציה עולה בשיעור גבוה יותר כך עולות עלויות המימון של הקרן. מנגד, העלייה בשיעורי האינפלציה צפויה להגדיל את תזרימי המזומנים של ההשקעות ובהתאם את התקבולים מהשקעות הקרן, נוכח הצמדת מרבית מהכנסות ההשקעות למדד המחירים לצרכן (ולמדדים אחרים הרלוונטיים לתחומי הפעילות, שהינם בעלי קורלציה גבוהה למדד המחירים לצרכן).

כמו כן, רובו המוחלט של החוב הפיננסי ברמת הקרן הינו חוב בריבית קבועה, כך שהחשיפה לעלייה בשיעור הריבית ביחס לחוב הקיים נמוכה. הדבר נכון גם ביחס למרבית

50 לרבות מסגרות אשראי שטרם נוצלו.

51 התחזית המקרו-כלכלית של חטיבת המחקר של בנק ישראל, יולי 2025: <https://www.boi.org.il/publications/2025/>

52 אגרות חוב (סדרה ב') ואגרות חוב (סדרה ג'), לפרטים ראו סעיף 6 להלן. מלבד אגרות החוב כאמור, לקרן אין עלויות נוספות הצמודות למדד המחירים לצרכן.

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.

4. היבטי ממשל תאגידי

ביום 13 במאי 2025, התקיימה אסיפה כללית שנתית ומיוחדת של בעלי מניות הקרן, במסגרתה, בין היתר, אושרה הארכת כהונתם של כל הדירקטורים החיצוניים המכהנים בקרן, ה"ה דוד ברוך, יובל ברונשטיין, אשר גרינבאום וענת קינן, לתקופת כהונה נוספת (שלישית), החל ממועד סיום כהונתם השניה, קרי מיום 7 במאי 2025, ולתקופה של שלוש שנים. ביום 29 ביוני 2025 הודיעה גב' ענת קינן על סיום כהונתה כדירקטורית חיצונית בקרן החל מיום 29 ביוני 2025 עקב נסיבות אישיות. ביום 11 באוגוסט 2025 פרסמה הקרן זימון לאסיפה כללית מיוחדת של בעלי מניות הקרן, שתתקיים ביום 15 בספטמבר 2025, לאישור מינויה של הגב' צופית הראל לתקופת כהונה ראשונה בת שלוש שנים כדירקטורית חיצונית בקרן. לפרטים אודות הדירקטורים החיצוניים, ראו פירוט ביחס לתקנה 26 בפרק ד' (פרטים נוספים) לדוח התקופתי לשנת 2024, לפרטים אודות המועמדת לכהונת דירקטורית חיצונית בקרן, ראו דוח זימון אסיפה כללית מיוחדת מיום 11 באוגוסט 2025 (אסמכתה: 2025-01-059224), הכלול בדוח זה על דרך ההפניה.

5. בפרטים אודות הערכות שווי מהותיות ומהותיות מאוד

זיהוי נושא ההערכה	BlueGen בע"מ	PowerGen בע"מ	בן תור בע"מ	פורטרברוק
עיתוי הערכה	30 ביוני 2025			
הערכה מהותית/מהותית מאוד	מהותית מאוד	מהותית מאוד	מהותית מאוד	מהותית מאוד
שווי נושא ההערכה סמוך לפני מועד ההערכה (באלפי ש"ח)	1,130,184	1,298,536	928,586	500,608
שווי נושא ההערכה שנקבע בהתאם לערכה (באלפי ש"ח)	1,203,037	1,315,586	946,551	519,153
זיהוי המעריך ואפיוניו	BDO, זיו האפט	איתי פלד, סמנכ"ל כספים	גיזה זינגר אבן	וריאנס אסכולה בע"מ
מודל ההערכה שמעריך השווי פעל לפיו	שיטת היוון תזרים מזומנים (Discounted cash flow)	קידום ערך הנכס בתקופת החתך לפי התשואה הרבעונית הצפויה לבעלים על ערך הנכס, בניכוי הכנסות שהתקבלו, ככל שהתקבלו, ובתוספת השקעות נוספות שביצעה הקרן בנכס, ככל שביצעה.	שיטת היוון תזרים מזומנים (Discounted cash flow)	שיטת היוון תזרים מזומנים (Discounted cash flow)
ההנחות שלפיהן ביצע מעריך השווי את ההערכה, בהתאם למודל ההערכות	- נכסי זכיינות (דרך הים, סמארט וויסט ופרויקט אשדוד) – הכנסות, עלויות, השקעות, אורך חיי הנכס וכו' בהתאם להסכמים קיימים והנחות כפי שבאו לידי ביטוי במודל הפיננסי העדכני של הנכס הפרויקטאלי הרלוונטי. - ביחס לחטיבות (מים ושפכים וכימיקלים) – שיעורי צמיחה בהכנסות בהתאם לתחזית הרלוונטית לכל חטיבה, אשר מתכנסים לצמיחה טרמינאלית בהכנסות של כ-0.5% ריאלי.	- פוטנציאל השפעת כלל השינויים בהנחות העיקריות על שווי הנכס אינה מהותית. - זכאות החברה לתשואה לבעלים הצפויה על השקעתם. - שיעור תשואה משוקלל לבעלים (Ke) - כ-12.1% ~	- זכאות החברה לתשואה לבעלים הצפויה על השקעתם. <u>פעילות ההיסעים:</u> - WACC –10.5% (כ-12.7% Ke) - שיעור רווח גולמי של 18.5% לאורך שנות התחזית. - שיעור צמיחה ריאלי של כ-1.5% בשנה המייצגת. <u>מטרופולין:</u> - תשואה צפויה לבעלים - (Ke) 11.75% לשנות התחזית, 13.75% לפעילות הטרמינלית.	- מכירות לפי סוגים שונים, עלויות, השקעות וכו' לפי מודל פיננסי שנבנה על בסיס ההנחות של הנהלת פורטרברוק ושל יועצים חיצוניים. - המשך פעילות החברה לשנים ארוכות, תוך שמירה על נתח שוק, ובשנת 2075 מכירה של החברה לצד ג'. פריסת תקבולי הדיבידנד באופן יציב וצומח, בהתאם למדיניות החלוקה של החברה.

זיהוי נושא ההערכה	BlueGen בע"מ	PowerGen בע"מ	בון תור בע"מ	פורטרברוק
	- תחזית עלויות והשקעות בהתאם להערכות החברה בכל אחת מהחטיבות. - דקל תשתיות – שיעור צמיחה שנתי ממוצע בהכנסות של מתקן גרין נטו של כ-0.3% ריאלי. מבנה העלויות משתנה במהלך שנות התחזית וגוזר שיעורי רווחיות משתנים. - ק.מ.מ - צמיחה טרמינאלית בהכנסות של כ-0.5% ריאלי. מבנה העלויות משתנה במהלך שנות התחזית וגוזר שיעורי רווחיות משתנים. - שיעורי ההיוון המשוקללים (WACC) העיקריים ששימשו במדידת השווי ההוגן נאמדו ב-11.25% לפעילות חטיבת המים והשפכים (כ-12.75% Ke), 11.25% לפעילות חטיבת הכימיקלים (כ-12.02% Ke), 10.75% לפעילות דקל תשתיות (כ-11.94% Ke), 10.75% לק.מ.מ (כ-12.01% Ke) ו-8.5% לערך השייר של זכיין דרך הים (כ-11.45% Ke). - תשואה צפויה לבעלים (Ke) העיקריים ששימשו במדידת השווי ההוגן נאמדו ב-12.75% לפרויקט סמארט ווייסט, כ-14.5% לפרויקט אשדוד ו-10.25% ו-7% לפרויקט דרך הים – מפעיל וזכיין, בהתאמה.		- שמירה על כמות האשכולות הקיימים (4) לאורך זמן. <u>כ.ג'י מוטורס</u>: - WACC - 16.7% (כ-20.6% Ke). - שיעור צמיחה ריאלי של כ-1.5% בשנה המייצגת.	תשואה צפויה לבעלים - (Ke) 10.2%
נספח	א'	ג'	ב'	ד'

6. גילוי ייעודי למחזיקי אגרות החוב של הקרן

להלן יובא תיאור סדרת אגרות החוב של הקרן שבמחזור נכון ליום 30 ביוני 2025 ("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.

שטר נאמנות	אגרות חוב (סדרה ב')	אגרות חוב (סדרה ג')	אגרות חוב (סדרה ד') להמרה
פורסם ביום 21 ביוני 2021 מס' אסמכתה: 2021-01-041815	פורסם ביום 20 בפברואר 2022 מס' אסמכתה: 2022-01-020344	פורסם ביום 17 בדצמבר 2024 מס' אסמכתה: 2024-01-625088	
סדרה מהותית	כן		
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	415,187,660	220,000,000
	יתרה משוערכת לפי תנאי הצמדה	479,212,732	220,000,000

אגרות חוב (סדרה ב')	אגרות חוב (סדרה ג')	אגרות חוב (סדרה ד') להמרה
סכום הריבית שנצברה וטרם שולמה למועד הדוח (באלפי ש"ח)	-	2,005
שווי פנקסני כפי שנכלל בדוחות הכספיים לרבות ריבית שנצברה (באלפי ש"ח)	475,464	1,000,982
שווי הוגן (שווי בורסאי) ליום 30.06.2025 (באלפי ש"ח)	443,753	978,062
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 תיפרע בעשרה 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	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.	

אגרות חוב (סדרה ד') להמרה	אגרות חוב (סדרה ג')	אגרות חוב (סדרה ב')	
		התשלומים כאמור יהווה 13.5% מהערך הנקוב של אגרות החוב.	
הריבית תשולם פעם בשנה ביום 31 בדצמבר של כל אחת מהשנים 2025 עד 2029 (כולל).	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 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.	מועדי תשלום הריבית
אגרות החוב אינן צמודות (קרן וריבית) למדד או למטבע כלשהו.	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 התשלום ("מדד התשלום") עלה לעומת המדד היסודי, תשלם החברה את אותו תשלום של קרן ו/או ריבית, כשהוא מוגדל באופן יחסי לשיעור העלייה של מדד התשלום לעומת המדד היסודי. אם יתברר, במועד ביצוע תשלום כלשהו על חשבון הקרן ו/או הריבית, כי מדד התשלום זהה למדד היסודי או נמוך ממנו, אזי מדד התשלום יהיה המדד היסודי.	אגרות החוב 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 התשלום ("מדד התשלום") עלה לעומת המדד היסודי, תשלם החברה את אותו תשלום של קרן ו/או ריבית, כשהוא מוגדל באופן יחסי לשיעור העלייה של מדד התשלום לעומת המדד היסודי. אם יתברר, במועד ביצוע תשלום כלשהו על חשבון הקרן ו/או הריבית, כי מדד התשלום זהה למדד היסודי או נמוך ממנו, אזי מדד התשלום יהיה המדד היסודי.	סוג הצמדה
כן, כמפורט בסעיף 11 לתנאים הרשומים מעבר לדף לשטר הנאמנות.	אין		המרה

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	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+	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 12 בינואר 2025 אישררה S&P מעלות את דירוג אגרות החוב (סדרות ב', ג' ו-ד') של הקרן, שהינו ilA+. לפרטים ראו דיווח מיידי מיום 12 בינואר 2025 (מס' אסמכתה: 2025-01-003625), הכלול בדוח זה על דרך ההפניה.				
אמות מידה פיננסיות ושיעור העמידה בהן	התניית הון עצמי	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	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 ⁵³ של הקרן לא יפחת מ-700 מיליון ש"ח.	ההון העצמי ¹⁹ של הקרן לא יפחת מ-840 מיליון ש"ח.	ההון העצמי ¹⁹ 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 30.06.2025: ההון העצמי של הקרן עומד על כ-2,277.8 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 נטו⁵⁴ לבין סך הנכסים⁵⁵ לא יעלה על 45%.</u>	<u>אמת מידה פיננסית לצורך עמידה בהתחייבויות לפי שטר הנאמנות: היחס בין החוב הפיננסי נטו⁵⁴ לבין סך הנכסים⁵⁵ לא יעלה על 48%.</u>	<u>אמת מידה פיננסית לצורך עמידה בהתחייבויות לפי שטר הנאמנות: היחס בין החוב הפיננסי נטו⁵⁴ לבין סך הנכסים⁵⁵ לא יעלה על 55%.</u>
<u>אמת מידה פיננסית לצורך מנגנון התאמת שיעור הריבית: היחס בין החוב הפיננסי נטו⁵⁴ לבין סך הנכסים⁵⁵ עלה על 42%.</u>	<u>אמת מידה פיננסית לצורך מנגנון התאמת שיעור הריבית: היחס בין החוב הפיננסי נטו⁵⁴ לבין סך הנכסים⁵⁵ עלה על 46%.</u>	<u>אמת מידה פיננסית לצורך מנגנון התאמת שיעור הריבית: היחס בין החוב הפיננסי נטו⁵⁴ לבין סך הנכסים⁵⁵ עלה על 52.5%.</u>
עמידה ליום 30.06.2025: יחס חוב לסך נכסים עומד על כ-41%.		

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

54 "החוב הפיננסי נטו" – חוב פיננסי של החברה, בניכוי מזומן ושווי מזומן, פקדונות והשקעות לזמן קצר (אך ללא ניכוי מזומן מוגבל (כהגדרתו להלן)), והכל על בסיס הדוחות הכספיים האחרונים של החברה. לעניין זה "חוב פיננסי" משמעו - אשראי מתאגידים בנקאיים או ממוסדות פיננסיים (וביחס לסדרות ב' ו-ג', בצירוף חלויות שוטפות של אשראי זה, הלוואות מתאגידים בנקאיים או ממוסדות פיננסיים בצירוף חלויות שוטפות של הלוואות אלה), אשראי שהועמד על ידי מוכר נכס הנכלל בחישוב "סך הנכסים" כהלוואת מוכר בקשר עם רכישת הנכס ("הלוואת מוכר") ואגרות חוב (וביחס לסדרות ב'-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.

55 "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 החברה⁵⁶, 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 החברה⁵⁶ בניכוי התחייבויות החברה כאמור לא יפחת מ-750 מיליון ש"ח.	התניית NAV אמת מידה פיננסית לצורך עמידה בהתחייבויות לפי שטר הנאמנות: השווי ההוגן של נכסי החברה⁵⁶, 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 החברה⁵⁶ 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 החברה⁵⁶, 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 החברה⁵⁶ בניכוי התחייבויות החברה כאמור לא יפחת מ-1,350 מיליון ש"ח.
עמידה ליום 30.06.2025: ה-NAV עומד על כ- 2,277.8 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.	

56 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.

ארז בלשה
מנכ"ל ודירקטור

יוסף זינגר
יו"ר הדירקטוריון

תאריך: 24 באוגוסט 2025

ג'נריישן קפיטל בע"מ
תמצית דוחות כספיים ביניים
ליום 30 ביוני 2025
(בלתי מבוקרים)

תוכן העניינים

עמוד

2	דוח סקירה של רואי החשבון
3	תמצית דוחות על המצב הכספי ביניים
4	תמצית דוחות על הרווח הכולל ביניים
5	תמצית דוחות על השינויים בהון ביניים
6	תמצית דוחות על תזרימי המזומנים ביניים
7-16	באורים לתמצית הדוחות הכספיים ביניים



סומך חייקין
רחוב נחום חת 7
תא דואר 15142
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 2025 ואת הדוחות התמציתיים על הרווח הכולל, שינויים בהון ותזרימי המזומנים לתקופות של שישה ושלשה חודשים שהסתיימו באותו תאריך. הדירקטוריון והנהלה אחראים לעריכה ולהצגה של מידע כספי לתקופת ביניים זו בהתאם לתקן חשבונאות בינלאומי IAS 34 "דיווח כספי לתקופת ביניים", וכן הם אחראים לעריכת מידע כספי לתקופת ביניים זו לפי פרק ד' של תקנות ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומיידיים), התש"ל-1970. אחריותנו היא להביע מסקנה על מידע כספי לתקופת ביניים זו בהתבסס על סקירתנו.

היקף הסקירה

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

24 באוגוסט 2025

31 בדצמבר 2024	30 ביוני 2024	30 ביוני 2025		
מבוקר	בלתי מבוקר	בלתי מבוקר		
אלפי ש"ח	אלפי ש"ח	אלפי ש"ח	באור	
נכסים שוטפים				
50,297	115,388	10,489	מזומנים ושווי מזומנים	
9,587	58,315	6,973	חייבים ויתרות חובה לזמן קצר	
523,807	-	519,153	השקעה בנכס פורטפוליו מוחזק למכירה	
583,691	173,703	536,615	סה"כ נכסים שוטפים	
נכסים שאינם שוטפים				
-	5,758	-	חייבים ויתרות חובה לזמן ארוך	
3,656,522	4,038,274	3,847,838	3	השקעות בנכסי הפורטפוליו
3,656,522	4,044,032	3,847,838	סה"כ נכסים שאינם שוטפים	
4,240,213	4,217,735	4,384,453	סה"כ נכסים	
התחייבויות שוטפות				
-	6,260	-	אשראי לזמן קצר	
159,131	156,789	198,026	חלויות שוטפות של אגרות חוב	
24,053	6,612	25,124	זכאים ויתרות זכות	
183,184	169,661	223,150	סה"כ התחייבויות שוטפות	
התחייבויות שאינן שוטפות				
-	-	8,648	3 ג'	זכאים ויתרות זכות לזמן ארוך
80,000	239,105	119,000	4 ה'	אשראי לזמן ארוך
1,519,360	1,412,837	1,472,448	4	אגרות חוב
259,283	255,548	283,410		התחייבויות מסים נדחים
1,858,643	1,907,490	1,883,506	סה"כ התחייבויות שאינן שוטפות	
2,041,827	2,077,151	2,106,656	סה"כ התחייבויות	
הון				
1,143,834	1,143,834	1,147,498	5	הון מניות ופרמיה
32,025	29,965	30,206	5	קרן הון בגין תשלום מבוסס מניות
21,701	-	21,701		תקבולים על חשבון רכיב המרה של אגרות חוב
1,000,826	966,785	1,078,392		עודפים
2,198,386	2,140,584	2,277,797	סה"כ הון	
4,240,213	4,217,735	4,384,453	סה"כ התחייבויות והון	

איתי פלד
סמנכ"ל כספיםארז בלשה
מנכ"ל ודירקטוריוסף זינגר
יו"ר הדירקטוריון

תאריך אישור הדוחות: 24 באוגוסט, 2025

שנה שהסתיימה ביום 31 בדצמבר 2024	שלושה חודשים שהסתיימו ביום 30 ביוני 2024	שלושה חודשים שהסתיימו ביום 30 ביוני 2025	שישה חודשים שהסתיימו ביום 30 ביוני 2024	שישה חודשים שהסתיימו ביום 30 ביוני 2025	
מבוקר	בלתי מבוקר	בלתי מבוקר	בלתי מבוקר	בלתי מבוקר	
אלפי ש"ח	אלפי ש"ח	אלפי ש"ח	אלפי ש"ח	אלפי ש"ח	באור

הכנסות

106,973	10,143	45,412	32,892	66,250	3	הכנסות מנכסי הפורטפוליו
137,314	32,711	92,042	102,707	137,407	3	שינוי נטו בשווי הוגן של השקעות בנכסי הפורטפוליו בניכוי הכנסות מנכסי הפורטפוליו
244,287	42,854	137,454	135,599	203,657		סה"כ הכנסות

הוצאות

(23,094)	(6,014)	(6,742)	(11,514)	(13,324)		דמי ניהול
(128)	(29)	(149)	(29)	(206)		הוצאות בגין מענקים
(3,924)	(11)	(33)	(230)	(667)		הוצאות בגין עסקאות
(11,930)	(2,570)	(4,331)	(5,017)	(7,006)		הוצאות תפעוליות אחרות
(2,367)	(458)	(899)	(940)	(1,724)		הוצאות בגין תשומות מע"מ שלא נדרשו
(41,443)	(9,082)	(12,154)	(17,730)	(22,927)		סה"כ הוצאות
202,844	33,772	125,300	117,869	180,730		רווח מפעולות רגילות

הכנסות (הוצאות) מימון

(101,041)	(36,006)	(32,342)	(53,068)	(49,617)		הוצאות מימון
1,582	307	127	750	581		הכנסות מימון
(99,459)	(35,699)	(32,215)	(52,318)	(49,036)		

רווח (הפסד) לפני מסים על הכנסה

(13,273)	5,212	(16,092)	(9,480)	(24,128)		הטבת מס (מסים על הכנסה)
----------	-------	----------	---------	----------	--	-------------------------

90,112	3,285	76,993	56,071	107,566		סה"כ רווח כולל מיוחס לבעלי מניות החברה
0.071	0.003	0.061	0.045	0.085		רווח למניה בסיסי המיוחס לבעלי מניות בחברה (בש"ח)
0.071	0.003	0.052	0.045	0.074		רווח למניה מדולל המיוחס לבעלי מניות בחברה (בש"ח)

סך הכל הון אלפי ש"ח	עודפים אלפי ש"ח	תקבולים על חשבון		הון מניות ופרמיה אלפי ש"ח	
		קרן הון תשלום מבוסס מניות אלפי ש"ח	רכיב המרה של 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 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)
2,082,728	910,714	28,180	-	1,143,834	יתרה ליום 31 בדצמבר 2023 (מבוקר) שינויים בתקופת ששת החודשים שהסתיימו ביום 30 ביוני 2024 (לא מבוקר)
1,785	-	1,785	-	-	תשלום מבוסס מניות
56,071	56,071	-	-	-	רווח כולל בתקופה
2,140,584	966,785	29,965	-	1,143,834	יתרה ליום 30 ביוני 2024 (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)
2,136,193	963,500	28,859	-	1,143,834	יתרה ליום 31 במרץ 2023 (לא מבוקר) שינויים בתקופת שלושת החודשים שהסתיימו ביום 30 ביוני 2024 (לא מבוקר)
1,106	-	1,106	-	-	תשלום מבוסס מניות
3,285	3,285	-	-	-	רווח כולל בתקופה
2,140,584	966,785	29,965	-	1,143,834	יתרה ליום 30 ביוני 2024 (לא מבוקר)
2,082,728	910,714	28,180	-	1,143,834	יתרה ליום 31 בדצמבר 2023 (מבוקר) שינויים בשנה שהסתיימה ביום 31 בדצמבר 2024 (מבוקר)
21,701	-	-	21,701	-	הנפקת אגרות חוב להמרה
3,845	-	3,845	-	-	תשלום מבוסס מניות
90,112	90,112	-	-	-	רווח כולל בשנה
2,198,386	1,000,826	32,025	21,701	1,143,834	יתרה ליום 31 בדצמבר 2024 (מבוקר)

שישה חודשים שהסתיימו ביום 30 ביוני 2025	שישה חודשים שהסתיימו ביום 30 ביוני 2024	שלושה חודשים שהסתיימו ביום 30 ביוני 2025	שלושה חודשים שהסתיימו ביום 30 ביוני 2024	שלושה חודשים שהסתיימו ביום 30 ביוני 2024	שנה שהסתיימה ביום 31 בדצמבר 2024
בלתי מבוקר	בלתי מבוקר	בלתי מבוקר	בלתי מבוקר	בלתי מבוקר	מבוקר
אלפי ש"ח	אלפי ש"ח	אלפי ש"ח	אלפי ש"ח	אלפי ש"ח	אלפי ש"ח
107,566	56,071	76,993	3,285	90,112	
49,617	53,068	32,342	36,006	101,041	
(581)	(750)	(127)	(307)	(1,582)	
(61,605)	(29,364)	(42,777)	(8,379)	(99,782)	
(137,407)	(102,707)	(92,042)	(32,711)	(137,314)	
206	-	149	-	128	
1,845	1,814	928	1,135	3,845	
24,128	9,480	16,092	(5,212)	13,273	
(123,797)	(68,459)	(85,435)	(9,468)	(120,391)	
2,614	3,689	235	(4,240)	2,280	
(138)	(386)	(86)	(494)	(599)	
2,476	4,159	149	(4,734)	1,681	
581	749	127	306	1,582	
(11,340)	(14,364)	(4,889)	(6,496)	(40,865)	
61,605	29,364	42,777	8,379	99,782	
50,846	15,749	38,015	2,189	60,499	
37,091	7,520	29,722	(8,728)	31,901	
(44,408)	(41,753)	(34,651)	(33,891)	(93,005)	
3,685	(4,736)	(7,140)	(4,789)	(5,039)	
(40,723)	(46,489)	(41,791)	(38,680)	(98,044)	
-	-	-	-	215,039	
(41,897)	(40,642)	(41,897)	(40,642)	(146,512)	
-	-	-	-	18,279	
(18,279)	-	-	-	-	
39,000	250,000	39,000	150,000	380,000	
-	(151,000)	-	(151,000)	(446,365)	
(15,000)	-	(15,000)	-	-	
(36,176)	58,358	(17,897)	(41,642)	20,441	
(39,808)	19,389	(29,966)	(89,050)	(45,702)	
50,297	95,999	40,455	204,438	95,999	
10,489	115,388	10,489	115,388	50,297	
-	-	-	-	(55,893)	
(8,532)	-	(5,095)	-	-	
(15,000)	-	(15,000)	-	-	

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 (הכנסות) 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 (ששימשו
לפעילות) שוטפת

תזרימי מזומנים לפעילות השקעה

השקעות בנכסי הפורטפוליו

תקבול (פרעון) עסקת גידור

מזומנים נטו ששימשו לפעילות השקעה

תזרימי מזומנים לפעילות מימון

תמורה מהנפקת אגרות חוב, נטו מעלויות הנפקה
פירעון של אגרות חוב

קבלת הלוואה לזמן קצר מנכס פורטפוליו

פירעון הלוואה לזמן קצר מנכס פורטפוליו

משיכת אשראי מתאגידים בנקאיים לזמן ארוך

פירעון אשראי מתאגידים בנקאיים לזמן ארוך

חלוקת דיבידנד

מזומנים נטו שנבעו מפעילות (ששימשו לפעילות)
מימון

שינוי במזומנים ושווי מזומנים

יתרת מזומנים ושווי מזומנים לתחילת התקופה

יתרת מזומנים ושווי מזומנים לסוף התקופה

נספח פעולות שאינן כרוכות במזומן

השקעה בחברות מוחזקות מהסבת חייבים

השקעה בחברות מוחזקות בתמורה נדחית

דיבידנד שהוכרז

(*) לא כולל הכנסות מדמי ניהול

(**) התאמה לא מהותית של מספרי השוואה - לפרטים נוספים ראה באור 2 ד'

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. משרדי הקרן ממוקמים בנסים אלוני 10, בתל אביב-יפו.

1. פעילות הקרן

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

כישות השקעה (ראה באור 2ב' בדוחות הכספיים לשנה שהסתיימה ביום 31 בדצמבר 2024) פעילות הקרן מכוונת להשבת והעלאת שווי השקעותיה ומימושם וזאת במסגרת אסטרטגיית יציאה (EXIT) כגון מכירה (מלאה או חלקית), הנפקה לציבור, הצעת מכר לציבור, חלוקה למשקיעים בטווחי זמן בינוניים, פקיעת הזיכיון או הרישיון (החזויים בטווח זמן ארוכים יותר) ועוד.

2. מדידת השקעות ע"י שווי הוגן

הקרן קבעה כי הינה ישות השקעה כמוגדר ב-IFRS 10 (ראה באור 2ב' בדוחות הכספיים לשנה שהסתיימה ביום 31 בדצמבר 2024) ולפיכך מודדת את השקעותיה בחברות מוחזקות בשווי הוגן.

3. השפעת המצב הביטחוני המתמשך במדינת ישראל על פעילות הקרן ונכסי הפורטפוליו

4. בעקבות המצב הביטחוני השורר במדינת ישראל מאז פרוץ מלחמת "חרבות ברזל" באוקטובר 2023, וכן בתקופת הדוח עם פעילות צה"ל ברצועת עזה במסגרת מבצעי "עוז וחרב" ובהמשך "מרכבות גדעון", ולאור פתיחת מבצע "עם כלביא" שמטרתו לנטרל איומים איראניים על מדינת ישראל ותושביה – חלה ירידה בהיקפי הפעילות הכלכלית והעסקית במדינה. המצב הביטחוני גרם בין היתר לשיבוש בשרשרת האספקה והייצור, לירידה בהיקף התחבורה הארצית, למחסור בכוח אדם, לירידות בשווי של נכסים פיננסיים ולעליה בשער של מטבעות זרים ביחס לשקל. נכסי הקרן הינם בתחומי התשתיות והאנרגיה, כאשר מרביתם מהווים תשתיות חיוניות להן חשיבות קריטית לתפקודן של המערכות השונות במשק, ובהתאם נדרשות להמשיך להעמיד את שירותיהן גם בעת הזו. בהתאם, מרבית נכסי הפורטפוליו מפגינים יציבות בפעילותם במצב הלחימה הנוכחי. עם זאת, נכון למועד פרסום הדוח, קיימת השפעה מסוימת כתוצאה מהמלחמה על פעילות הקרן, בדגש על עיכובים בהקמות של כמה מנכסי הפורטפוליו המצויים בהליך הקמה. למיטב ידיעת הקרן ועל סמך ניסיון העבר, במקרים של אירועים ביטחוניים משמעותיים נוהגת המדינה לתמוך בפרויקטים לאומיים בתחומי התשתיות, באמצעות הקלות שונות, לרבות הקלות בלווחות הזמנים להקמת הפרויקטים ו/או במתן פיצויים שונים, בהתאם להסכמים ולרגולציה הרלוונטית לכל פרויקט. בפרויקטים המעוכבים כאמור, מתקיימים דיונים מתקדמים עם המדינה על הקלות שונות ו/או פיצויים בגין נזקי המלחמה, דיונים המושפעים מצד המדינה גם מהגירעון התקציבי שנוצר בשל המלחמה וצרכי הבטחון הגבוהים. בהתאם, במסגרת דיונים אלו, ביום 26 במרץ 2025 נחתם תיקון להסכם הזיכיון במתקן ההתפלה באשדוד, לפיו תקופת הזיכיון הוארכה בשש שנים נוספות, עד שנת 2044.

באור 2 - בסיס עריכת הדוחות הכספיים

א. הצהרה על עמידה בתקני דיווח כספי בינלאומיים

תמצית הדוחות הכספיים ביניים נערכה בהתאם ל-34 IAS, דיווח כספי לתקופות ביניים ואינה כוללת את כל המידע הנדרש בדוחות כספיים שנתיים מלאים. יש לקרוא אותה ביחד עם הדוחות הכספיים ליום ולשנה שהסתיימה ביום 31 בדצמבר 2024 ("הדוחות השנתיים"). כמו כן, דוחות אלו נערכו בהתאם להוראות פרק ד' לתקנות ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומיידיים), התש"ל-1970.

תמצית הדוחות הכספיים ביניים אושרו לפרסום על ידי דירקטוריון הקרן ביום 24 באוגוסט, 2025.

ב. שימוש באומדנים ושיקול דעת

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

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

ג. מדיניות חשבונאית

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

ד. התאמה לא מהותית של מספרי השוואה

למספרי השנה שהסתיימה ביום 31 בדצמבר 2024, בוצעה התאמה לא מהותית בדוח על תזרימי מזומנים מהפעילות השוטפת לפעילות מימון, של הלוואה לזמן קצר שהתקבלה מנכס פורטפוליו במהלך הרבעון הרביעי לשנת 2024 ואשר לא הייתה כרוכה בהשפעה על הרווח הכולל של הקרן. ההלוואה האמורה נפרעה במהלך תקופת הדוח. למספרי התקופה שהסתיימה ביום 30 ביוני 2024 בוצעה התאמה לא מהותית בדוח על תזרימי מזומנים מהפעילות השוטפת לפעילות מימון, של הפרשי הצמדה על קרן של אגרות חוב סדרה ב' שהוצגו כחלק מתשלומי הריבית ומוינו לפרעון הקרן של אגרות החוב.

באור 3 - השקעות בחברות

א. הרכב ההשקעה בחברות:

ליום 30 ביוני 2025

שיעור ההחזקה	שווי הוגן (5)	סכומים שהוחזרו מההשקעה (**)	עלות ההשקעה			השקעה תמורת מניות, נטו (*)	שם החברה
			סה"כ	השקעה בשטרי הון	השקעה בהלוואות		
76%	(6) 946,551	106,319	248,771	-	-	248,771	בון תור בע"מ
100%	(7) 1,315,586	137,394	1,006,563	43,393	355,203	607,967	PowerGen בע"מ (1)
33%	(8) 192,841	3,778	133,500	-	4,397	129,103	חברות חלוקת הגז הטבעי (2)
80%	(9) 1,203,037	215,711	743,867	384,829	254,147	104,891	BlueGen
							פרידנזון-ג'נירליישן מרכזים לוגיסטיים
50%	(10) 124,392	7,062	76,811	-	7,000	69,811	בע"מ
							Greenway Holdings S.A
13%	(12) 65,431	-	66,632	66,632	-	-	(4) ("גריין-ווי")
	3,847,838	470,264	2,276,144	494,854	620,747	1,160,543	

ליום 30 ביוני 2024

שיעור ההחזקה	שווי הוגן (5)	סכומים שהוחזרו מההשקעה (**)	עלות ההשקעה			השקעה תמורת מניות, נטו (*)	שם החברה
			סה"כ	השקעה בשטרי הון	השקעה בהלוואות		
73%	836,257	105,693	222,411	-	-	222,411	בון תור בע"מ
100%	1,199,073	97,394	930,670	37,500	285,203	607,967	PowerGen בע"מ (1)
33%	209,708	3,642	133,500	-	4,397	129,103	חברות חלוקת הגז הטבעי (2)
80%	1,052,664	138,914	695,861	384,829	206,141	104,891	BlueGen
							פרידנזון-ג'נירליישן מרכזים לוגיסטיים
50%	110,189	7,062	76,811	-	7,000	69,811	בע"מ
							Porterbrook Holdings I Limited
10%	536,622	55,844	486,735	267,485	219,250	-	(3) ("פורטרברוק")
							Greenway Holdings S.A
19%	93,761	-	56,806	56,806	-	-	(4) ("גריין-ווי")
	4,038,274	408,549	2,602,794	746,620	721,991	1,134,183	

ליום 31 בדצמבר 2024

שיעור ההחזקה	שווי הוגן (5)	סכומים שהוחזרו מההשקעה (**)	עלות ההשקעה			השקעה תמורת מניות, נטו (*)	שם החברה
			סה"כ	השקעה בשטרי הון	השקעה בהלוואות		
73%	890,276	105,694	222,411	-	-	222,411	בון תור בע"מ
100%	1,262,985	117,394	1,006,563	43,393	355,203	607,967	PowerGen בע"מ (1)
33%	182,707	3,778	133,500	-	4,397	129,103	חברות חלוקת הגז הטבעי (2)
80%	1,104,879	180,913	719,864	384,829	230,144	104,891	BlueGen
							פרידנזון-ג'נירליישן מרכזים לוגיסטיים
50%	117,134	7,062	76,811	-	7,000	69,811	בע"מ
							Greenway Holdings S.A ("גריין-ווי")
19%	98,541	-	64,055	64,055	-	-	(4)
	3,656,522	414,841	2,223,204	492,277	596,744	1,134,183	

ליום 31 בדצמבר 2024

10%	523,807	67,789	486,735	267,485	219,250	-	
	4,180,329	482,630	2,709,939	759,762	815,994	1,134,183	

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

באור 3 - השקעות בחברות (המשך)

- (1) זרוע פעילות ייצור החשמל של הקרן הינה PowerGen בע"מ ("PowerGen" או "פאוורג'ן"), חברה בת בבעלות מלאה (100%). פעילותה של PowerGen מורכבת מהחברות הבאות: פאוורג'ן פאוור פלנטס בע"מ (100%), אס.אר.סי, שותפות כללית (50%) המחזיקה בתחנת הכוח באלון תבור (33.33%, "MRC"), פאוורג'ן סולאר איי בע"מ (100%), זאן אנרגיה טעינה בע"מ (50%), ריינדר (סך החזקה של כ-27.5% במישרין ובעקיפין), בזק-ג'ן בע"מ (50%) ופי אס פי השקעות בע"מ (25.5% בעקיפין דרך חברה בת בבעלות מלאה) המחזיקה במתקן האגירה השאובה במעלה גלבו. 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.
- (2) הקרן מחזיקה ב-10% מהון מניותיה של חברת Porterbrook Holdings I Limited ("פורטרברוק") באמצעות ג'נריישן אינפרא בע"מ (חברה בבעלות מלאה (100%) הרשומה בבריטניה ומחזיקה בתאגיד אנגלי (33%) דרכו בוצעה ההשקעה בפורטרברוק בשותפות עם קרן דלמור הבריטית (67%). ההשקעה סווגה בדוח על המצב הכספי ליום 31 בדצמבר 2024 כנכס מוחזק למכירה, ראה באור 8 בדוחות הכספיים לשנה שהסתיימה ביום 31 בדצמבר 2024.
- (4) הקרן מחזיקה בכ-13% מהון מניותיה של חברת GREENWAY HOLDING S.A ("גרין-ווי") באמצעות GCH E-Mobility, חברה הרשומה בפולין דרכה בוצעה ההשקעה בגרין-ווי (26%), המוחזקת בשותפות עם קרן הליוס (50%). במהלך הרבעון הראשון לשנת 2025 הצטרפה קרן ההשקעות הצרפתית MIROVA כמשקיעת עוגן בגרין-ווי, כמפורט בבאור 5'ג' להלן.
- (5) לפרטים אודות מדרג השווי ההוגן ראה באור 4 להלן.
- (6) ליום 30 ביוני 2025, שווייה ההוגן של בון תור בע"מ ("בון תור") נאמד באמצעות הערכת שווי חיצונית שבוצעה ליום 30 ביוני 2025 במודל היוון תזרימי מזומנים צפויים (DCF). הערכת השווי נסמכה על תחזיות הנהלת הקרן והנהלת בון תור לסכומי ההכנסות, ההוצאות וההשקעות הצפויות. שיעורי ההיוון ששימשו במדידת השווי ההוגן נאמדו ב-10.5% (WACC) לפעילות ההיסעים בבון תור ו-11.75% ו-13.75% (Ke) לפעילות מטרופולין לשנות התחזית, ולפעילות הטרימינלית, בהתאמה. גידול של 0.5% בשיעור ההיוון היה מגדיל את שווי ההשקעה למועד הערכת השווי החיצונית בכ-63.3 מיליון ש"ח. קיטון של 0.5% בשיעור ההיוון היה מגדיל את שווי ההשקעה למועד הערכת השווי החיצונית בכ-72.4 מיליון ש"ח. שיעור הצמיחה בטווח הארוך של פעילות ההיסעים ששימש במדידת השווי ההוגן נאמד ב-4.25%. גידול של 0.5% בשיעור הצמיחה בהיסעים היה מגדיל את שווי ההשקעה למועד הערכת השווי החיצונית בכ-48.1 מיליון ש"ח. קיטון של 0.5% בשיעור הצמיחה בהיסעים היה מקטין את שווי ההשקעה למועד הערכת השווי החיצונית בכ-41.2 מיליון ש"ח.
- (7) הערכת השווי מצורפת לדוחות הכספיים של הקרן ליום 30 ביוני 2025. ליום 30 ביוני 2025, שווי ההשקעה ב-PowerGen בע"מ נאמד באמצעות הערכת שווי חיצונית שבוצעה ליום 31 בדצמבר 2024, במודל היוון תזרימי מזומנים צפויים (DCF) לחלק מהפעילויות וחלק נוסף מהפעילויות בשיטת ה-Free Cash Flow To Equity (FCFE) ועל קידום בשיעור התשואה לבעלים ממועד הערכת שווי זו ועד ליום 30 ביוני 2025. מחיר ההון העצמי (Ke) המשוקלל ששימש במדידת השווי ההוגן נאמד בכ-12.1%. ביחס לפעילויות המהותיות של PowerGen מחירי ההון העצמי (Ke) המשוקללים ששימשו להערכת השווי נאמדו בכ-12% ל-MRC אלון תבור, תחנות הכוח הצפוניות והחופיות כ-12.8%, PV אגירה 2 כ-10.3% ומתקן האגירה השאובה במעלה גלבו (PSP) כ-12%.
- הערכת השווי נסמכה על תחזיות הנהלת הקרן והנהלת PowerGen לסכומי ההכנסות, ההוצאות וההשקעות הצפויות. גידול של 0.5% בשיעור ההיוון (של כלל הנכסים) היה מקטין את שווי ההשקעה למועד הערכת השווי החיצונית בכ-182 מיליון ש"ח. קיטון של 0.5% בשיעור ההיוון (של כלל הנכסים) היה מגדיל את שווי ההשקעה למועד הערכת השווי החיצונית בכ-202 מיליון ש"ח.
- (8) הערכת השווי מצורפת לדוחות הכספיים של הקרן ליום 30 ביוני 2025. ליום 30 ביוני 2025, שווייה ההוגן של ההשקעה בחברות חלוקת הגז טבעי נאמד באמצעות הערכת שווי חיצונית שבוצעה ליום 31 בדצמבר 2024 במודל היוון תזרימי מזומנים צפויים (DCF) ועל קידום בשיעור התשואה לבעלים ממועד הערכת שווי זו ועד ליום 30 ביוני 2025. מחיר ההון העצמי (Ke) ששימשו במדידת השווי ההוגן של חברות חלוקת הגז הטבעי נאמד בכ-11.5%. גידול של 0.5% בשיעור ההיוון היה מקטין את שווי ההשקעה למועד הערכת השווי החיצונית בכ-7.4 מיליון ש"ח. קיטון של 0.5% בשיעור ההיוון היה מגדיל את שווי ההשקעה למועד הערכת השווי החיצונית בכ-7.8 מיליון ש"ח. שיעור הצמיחה בטווח הארוך של פעילות חלוקת הגז טבעי נאמד ב-1.5%. גידול של 0.5% בשיעור הצמיחה היה מגדיל את שווי ההשקעה למועד הערכת השווי החיצונית בכ-6.1 מיליון ש"ח. קיטון של 0.5% בשיעור הצמיחה היה מקטין את שווי ההשקעה למועד הערכת השווי החיצונית בכ-5.6 מיליון ש"ח.
- (9) ליום 30 ביוני 2025, שווייה ההוגן של ההשקעה ב-BlueGen נאמד באמצעות הערכת שווי חיצונית שבוצעה ליום 30 ביוני 2025, 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. שיעורי ההיוון המשוקללים (WACC) ששימשו במדידת השווי ההוגן נאמדו ב-11.25% לפעילות חטיבת המים והשפכים, 11.25% (לפעילות חטיבת הכימיקלים), 10.75% לפעילות דקל תשתיות ו-10.75% לפעילות קממ. מחירי ההון העצמי (Ke) ששימשו במדידת השווי ההוגן נאמדו ב-12.75% (לזכין זירו ווייסט), כ-14.5% לפרויקט אשדוד ו-10.25% ו-7% לפרויקט דרך הים – מפעיל וזכין, בהתאמה. גידול של 0.5% בשיעור ההיוון (של כלל הנכסים) היה מקטין את שווי ההשקעה למועד הערכת השווי החיצונית בכ-62 מיליון ש"ח. קיטון של 0.5% בשיעור ההיוון (של כלל הנכסים) היה מגדיל את שווי ההשקעה למועד הערכת השווי החיצונית בכ-69 מיליון ש"ח.
- הערכת השווי מצורפת לדוחות הכספיים של הקרן ליום 30 ביוני 2025.

באור 3 - השקעות בחברות (המשך)

- (10) ליום 30 ביוני 2025, שווייה ההוגן של ההשקעה בפרידנזון נאמד באמצעות הערכת שווי חיצונית שבוצעה ליום 30 בספטמבר 2023 בשיטת ה-DCF (Discounted Cash Flows), שיטת היוון תזרימי המזומנים לבעלי המניות ועל קידום בשיעור התשואה לבעלים ממועד הערכת שווי זו ועד ליום 30 ביוני 2025. הערכת השווי נסמכה על תחזיות הנהלת הקרן והנהלת פרידנזון לסכומי ההכנסות, ההוצאות וההשקעות הצפויות. שיעור ההיוון (WACC) ששימש במדידת השווי ההוגן נאמד ב-11%.
- גידול של 0.5% בשיעור ההיוון היה מקטין את שווי ההשקעה למועד הערכת השווי החיצונית בכ-5.9 מיליון ש"ח. קיטון של 0.5% בשיעור ההיוון היה מגדיל את שווי ההשקעה למועד הערכת השווי החיצונית בכ-6.2 מיליון ש"ח.
- (11) ליום 30 ביוני 2025, השקעת הקרן בפורטרברוק מסווגת ככנס מוחזק למכירה במסגרת הנכסים השוטפים. שווייה ההוגן של ההשקעה בפורטרברוק נאמד באמצעות הערכת שווי חיצונית שבוצעה ליום 30 ביוני 2025 בשיטת ה-Discounted Cash Flows (DCF), שיטת היוון תזרימי המזומנים לבעלי המניות, בליש"ט מתורגם לשקל לפי שער חליפין שקל-ליש"ט ליום 30 ביוני 2025 ובתוספת שינויים בשווי הוגן עסקאות הגנה שביצעה החברה על הלירה שטרלינג. הערכת השווי מצורפת לדוחות הכספיים של החברה ליום 30 ביוני 2025.
- הערכת השווי נסמכה על תחזיות הנהלת החברה לסכומי ההכנסות, ההוצאות וההשקעות הצפויות. מחיר ההון העצמי (Ke) ששימש במדידת השווי ההוגן נאמד ב-10.2%.
- גידול של 0.5% בשיעור ההיוון היה מקטין את שווי ההשקעה למועד ההערכה בכ-12 מיליון ליש"ט. קיטון של 0.5% בשיעור ההיוון היה מגדיל את שווי ההשקעה למועד ההערכה בכ-13 מיליון ליש"ט.
- למועד הדוח שווי הוגן עסקאות ההגנה על הלירה שטרלינג הסתכם לסכום שלילי של כ-25 מיליון ש"ח.
- (12) ליום 30 ביוני 2025, שווי ההשקעה בגרין-ווי נאמד באמצעות הערכת שווי חיצונית שבוצעה לחברת GCH E-Mobility (חברה פולנית המוחזקת ע"י הקרן בשיעור של 50%, באמצעותה בוצעה ההשקעה בגרין-ווי). המבוססת מהשווי הנגזר מעסקה שבוצעה, במסגרתו נכנסה קרן MIROVA כמשקיע אסטרטגי לגרין-ווי. ועל קידום בשיעור התשואה לבעלים ממועד הערכת שווי זו ועד ליום 30 ביוני 2025.
- לפירוט נוסף ראה גם באור 5'ג' להלן. למועד הדוח שווי הוגן עסקאות ההגנה על האירו הסתכם לסכום חיובי של כ-0.4 מיליון ש"ח.

ב. הרכב הכנסות (הפסדים) מהשקעה בחברות:

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 בע"מ	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

לשישה חודשים שהסתיימו ביום 30 ביוני 2024			
שם החברה	שינוי נטו בשווי הוגן של השקעות בנכסי הפורטפוליו בניכוי הכנסות מנכסי הפורטפוליו	הכנסות מנכסי הפורטפוליו (*)	סה"כ
בון תור בע"מ	(48,857)	15,113	(33,744)
PowerGen בע"מ	143,268	-	143,268
חברות חלוקת הגז הטבעי	11,079	-	11,079
BlueGen	39,346	7,609	46,955
פרידנזון	6,464	-	6,464
פורטרברוק	(54,507) (**)	10,170	(44,337)
גרין-ווי	5,914	-	5,914
סה"כ	102,707	32,892	135,599

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 בע"מ	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
גריין-ווי	3,648	-	3,648
סה"כ	92,042	45,412	137,454
לשלושה חודשים שהסתיימו ביום 30 ביוני 2024			
שם החברה	שינוי נטו בשווי הוגן של השקעות בנכסי הפורטפוליו בניכוי הכנסות מנכסי הפורטפוליו	הכנסות מנכסי הפורטפוליו (*)	סה"כ
בון תור בע"מ	17,179	8,379	25,558
PowerGen בע"מ	33,090	-	33,090
חברות חלוקת הגז הטבעי	5,615	-	5,615
BlueGen	15,102	1,764	16,866
פרידנזון	3,281	-	3,281
פורטרברוק	(45,412) (**)	-	(45,412)
גריין-ווי	3,856	-	3,856
סה"כ	32,711	10,143	42,854
לשנה שנסתיימה ביום 31 בדצמבר 2024			
שם החברה	שינוי נטו בשווי הוגן של השקעות בנכסי הפורטפוליו בניכוי הכנסות מנכסי הפורטפוליו	הכנסות מנכסי הפורטפוליו (*)	סה"כ
בון תור בע"מ	5,162	15,114	20,276
PowerGen בע"מ	131,287	20,000	151,287
חברות חלוקת הגז הטבעי	(15,922)	136	(15,786)
BlueGen	67,558	49,608	117,166
פרידנזון	13,409	-	13,409
פורטרברוק	(67,625) (**)	22,115	(45,510)
גריין-ווי	3,445	-	3,445
סה"כ	137,314	106,973	244,287

(*) 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 המניית ובשטרי ההון של החברות המוחזקות והן על ידי השקעה בהלוואות בעלים, כאשר השקעות אלה נעשות על ידי כלל בעלי המניות בחברות המוחזקות 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 השקעות בנכסי הפורטפוליו בניכוי הכנסות מנכסי הפורטפוליו בשישה ובשלושת החודשים שהסתיימו ב-30 ביוני 2025, ב-30 ביוני 2024, בהתאמה, ובשנה שנסתיימה ביום 31 בדצמבר 2024 כולל השפעה מרכיב גידור עסקאות שער חליפין בניכוי שינויים בשער חליפין על ההשקעה בפורטרברוק כ-10,016 אלפי ש"ח (הפסד), כ-6,093 (רווח), כ-2,356 (רווח), כ-5,072 (רווח) וכ-5,223 אלפי ש"ח (רווח), בהתאמה.

באור 3 - השקעות בחברות (המשך)

ג. שינויים מהותיים בהשקעות בתקופת הדוח:

1. בון תור

- א. בימים 31 במרץ 2025 ו-24 באפריל 2025 ("מועדי הרכישה") השלימה הקרן רכישת מניות בון תור (כ-2.5% סך הכל) מלאומי פרטנרס ומשקיעים נוספים בתמורה כוללת של כ-26.4 מיליון ש"ח מתוכם כ-17.8 מיליון ש"ח שולמו במועדי הרכישה והיתרה תשולם, בתוספת ריבית, לא יאוחר מיום 31 במרץ 2027.
- ב. במהלך תקופת הדוח הכירה הקרן בהכנסות מבון תור בסך של כמיליון ש"ח.

2. PowerGen

- א. במהלך תקופת הדוח הכירה הקרן בהכנסות מ-PowerGen בסך של 20 מיליון ש"ח.
- ב. ביום 7 באוגוסט 2025, לאחר תאריך הדוח, נתקבל אישור ממשלת ישראל לתוכנית לתשתית לאומית, תת"ל 91, אשר מכוחה ניתן להקים את תחנת הכוח ריינדייר ("תחנת הכוח ריינדייר" או "התחנה") המוחזקת על ידי פאוורגן בע"מ (אשר מלוא הון מניותיה מוחזק על ידי הקרן, "PowerGen") ב-27.51%. לפרטים נוספים ראו ביאור 6 ד' להלן.

3. BlueGen

- א. במהלך תקופת הדוח הכירה הקרן בהכנסות מ-BlueGen בסך של כ-35 מיליון ש"ח.
- ב. ביום 19 במרץ 2025, נחתם מזכר הבנות לא מחייב בין BlueGen לבין קבוצת אחים יעקובי (ואי.אס.בי) בע"מ ("YSB" ו"מזכר ההבנות", בהתאמה), המחזיקה יחד עם BlueGen, בחלקים שווים, בדקל תשתיות (2001) בע"מ ("ידקל תשתיות"), להקמת חברה חדשה בתחום הטיפול בפסולת ("זרוע הפסולת"). זרוע הפסולת תרכז תחתיה את פעילויות BlueGen ו-YSB בתחום הפסולת, ובכלל זה, מלוא החזקותיה של BlueGen בק.מ.מ מפעלי מחזור בע"מ (100% נכון למועד פרסום דוח זה, ראה סעיף ד' להלן) ("קממ") ובפרויקט סמארט וויסט (זכיין ומפעיל) (50%) וכן את מלוא החזקותיהן של BlueGen ו-YSB בדקל תשתיות (100%) (ביחד, "הנכסים המועברים"). במסגרת מזכר ההבנות נקבע, כי במועד השלמת העסקה יוקצו ל-BlueGen ו-YSB מניות בזרוע הפסולת בהתאם ליחס הקצאה שיוסכם ביניהן, אשר יחושב על בסיס שווים של הנכסים המועברים בהערכת השווי של BlueGen כפי שפורסמה במסגרת דוחותיה הכספיים של הקרן ליום 30 ביוני 2024 ("יחס ההקצאה" ו-"הערכת השווי", בהתאמה), בכפוף להתאמות בגין שינויים מהותיים שיחולו, ככל שיחולו, בשווים של הנכסים המועברים עד למועד קביעת יחס ההקצאה. BlueGen עתידה לשלוט בזרוע הפסולת, כאשר שיעור החזקתה בזרוע הפסולת המוקמת צפוי לעמוד על כ-80% (בהתאם למימוש אופציית הרכש כאמור בסעיף ד' להלן ולפני התאמות, ככל שיחולו). עוד הוסכם במסגרת מזכר ההבנות, כי במועד השלמת העסקה תשלם BlueGen ל-YSB סך השווה ל-5% מהשווי של דקל תשתיות בהתאם להערכת השווי, כתמורה עבור רכישת פרמיית השליטה של YSB בדקל תשתיות, וכי ל-YSB תוענק אופציית מכר (PUT) למכירת החזקותיה בזרוע הפסולת ל-BlueGen, כמפורט במזכר ההבנות. מזכר ההבנות כולל, בין היתר, התחייבות לבלעדיות (no-shop), כאשר ההסכם המפורט יכלול תניות מקובלות בהסכמים מסוג זה, ובין היתר, תנאים להשלמת העברת הנכסים המועברים, ובכללם קבלת האישורים הנדרשים מרגולטורים ומצדדים שלישיים, והשלמת בדיקת נאותות על ידי YSB.
- ג. ביום 26 במרץ 2025 נחתם תיקון להסכם הזיכיון של מתקן ההתפלה אשדוד (בבעלות משותפת של BlueGen ושפיר הנדסה אזרחית וימית בע"מ) מול המדינה ("התיקון להסכם"). במסגרת התיקון להסכם הוארכה תקופת הזיכיון של מתקן ההתפלה ב-6 שנים נוספות, עד לתום שנת 2044 (חלף שנת 2038 לפני התיקון להסכם, ובהפחתה זניחה בתעריף המים בתקופת הארכה). בנוסף, במסגרת התיקון להסכם, הותאמה תקופת הזיכיון של תחנת הכוח כד שתסתיים בתום שנת 2044 (חלף אפריל 2046 לפני התיקון להסכם), באופן בו תקופת הזיכיון להפעלת מתקן ההתפלה ותחנת הכוח תסתיימנה יחדיו בתום שנת 2044, וכן הוסכם על ויתור תביעות הדדי חלקי.
- ד. ביום 18 ביוני 2025 השלימה BlueGen מימוש אופציית רכש לרכישת יתרת 25% מהון המניות של קממ שנתורה בידי המוכרים, מהם רכשה 75% מהון המניות של קבוצת ק.מ.מ מפעלי מחזור בע"מ ("קממ") בשנת 2022. התמורה ששולמה בגין מימוש אופציית הרכש (לאחר להתאמות) הינה בסך של כ-55 מיליון ש"ח. עם השלמת מימוש אופציית הרכש, מחזיקה BlueGen במלוא (100%) הון מניות של קממ.
- ה. לאחר תאריך הדוח, ביום 2 ביולי 2025 התקשרו אי.א.אס החזקות בע"מ ("IES") (בעלת הקרקע בפלמחים) ו-BlueGen במזכר הבנות לא מחייב ("מזכר ההבנות") לשיתוף פעולה בקשר עם מתקן ההתפלה בפלמחים, המוחזק ב-51% על ידי BlueGen, ("מתקן פלמחים"). במסגרת מזכר ההבנות סוכם על פעילות משותפת מול המדינה להתקשרות בהסכם זיכיון חדש להפעלת מתקן פלמחים לאחר תום תקופת הזיכיון הקיימת ולשדרוג מתקן ההתפלה. לפרטים נוספים ראה ביאור 6 ב' להלן.
- ו. לאחר תאריך הדוח, ביום 28 ביולי 2025, הודיעה ועדת המכרזים של מקורות חברת מים בע"מ ("מקורות") ל-BlueGen על זכייתה במכרז לתכנון וביצוע של מתקן ההתפלה סבחה ד' בעיר אילת. הצעתה של BlueGen במכרז עמדה על סך של כ-425 מיליון ש"ח (בתוספת מע"מ), אשר ישולמו ל-BlueGen על פני תקופה של 3.5 שנים ממועד החתימה על ההסכם ועד למסירת מתקן סבחה ד', בהתאם לאבני דרך שנקבעו במכרז. לפרטים נוספים ראה ביאור 6 ג' להלן.

4. פורטרברוק

- א. במהלך תקופת הדוח הכירה הקרן בהכנסות מפורטרברוק בסך של כ-11 מיליון ש"ח (כ-2.4 מיליון ליש"ט).

באור 3 - השקעות בחברות (המשך)

ג. שינויים מהותיים בהשקעות בתקופת הדוח (המשך):

5. גרין-ווי

- א. במהלך תקופת הדוח השקיעה הקרן כ-2.6 מיליון ש"ח (700 אלף אירו) בגרין-ווי.
 ב. במהלך הרבעון הראשון לשנת 2025 הצטרפה קרן MIROVA כמשקיעת עוגן בגרין-ווי בסכום של כ-45 מיליון אירו ומקנים לה שיעור החזקה של 38% בגרין-ווי. כתוצאה מכך, ירד שיעור ההחזקה של GCH E-Mobility, המחזיקה בגרין-ווי ובה מחזיקה הקרן ב-50%, לכ-26% והחזקה בשרשור של הקרן לכ-13%.
 ג. במהלך תקופת הדוח, בצל פיחות השקל ביחס לאירו, בצעה הקרן גידור שער חליפין (שקל-אירו) למלוא עלות ההשקעה בגרין-ווי ראה באור ג' להלן.

באור 4 - מכשירים פיננסיים

א. שווי הוגן – לצרכי גילוי בלבד

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

ליום 31 בדצמבר 2024		2024		2025	
שווי הוגן (**) (מבוקר)	הערך בספרים	שווי הוגן (**) (מבוקר)	הערך בספרים	שווי הוגן (**) (מבוקר)	הערך בספרים
אלפי ש"ח					
464,587	509,394	449,355	501,349	443,753	475,464
921,483	(*) 977,492	1,007,001	(*) 1,070,439	978,062	(*) 1,000,982
191,415	(*) 193,914	-	-	205,657	(*) 200,734

אגרות חוב (סדרה ב')

אגרות חוב (סדרה ג')

אגרות חוב (סדרה ד')

(*) כולל ריבית שטרם שולמה לפי הפרוט להלן:

ליום 31 בדצמבר 2024	ליום 30 ביוני 2024	2025
אלפי ש"ח	אלפי ש"ח	אלפי ש"ח
-	-	-
1,996	2,162	2,005
313	-	4,701

אגרות חוב (סדרה ב')

אגרות חוב (סדרה ג')

אגרות חוב (סדרה ד')

(**) שווי הוגן של אגרות חוב סדרות ב' ו-ג מבוסס על רמה 1 ושווי הוגן של אגרות חוב סדרה ד' מבוסס על רמה 3.

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 2024	ליום 30 ביוני 2024	ליום 30 ביוני 2025	רמה	
אלפי ש"ח				
-	536,622	-	2(*)	השקעות והלוואות בנכסי הפורטפוליו
4,180,329	3,501,652	4,366,991	3	השקעות והלוואות בנכסי הפורטפוליו

(*) מורכב מהשקעה בפורטרברוק במטבע לירה שטרלינג מתורגם לשקל לפי השער היציג ליום 30 ביוני 2025 (ראה באור 4 ג' להלן) בניכוי עסקאות הגנה לגידור חשיפת ההשקעה בפורטרברוק לשינויים בשער חליפין ליש"ט-שקל.

לעניין השיטות וההנחות ששימשו לקביעת השווי ההוגן, ראה באור 3.

באור 4 - מכשירים פיננסיים (המשך)

ד. גידור כלכלי

ההשקעה בפורטרברוק שעלותה המקורית הסתכמה לכ-487 מיליון ש"ח (כולל עלויות עסקה) חשופה לשינויים בשווי ההון כתוצאה משינויים בשער החליפין של הלירה שטרלינג. כחלק ממדיניות ניהול הסיכונים שלה, הקרן גידרה את מלוא עלות ההשקעה באמצעות עסקאות החלפת מטבע חוץ (SWAP) למועדים ובסכומים המשקפים את תחזית תזרימי הדיבידנד הצפויים מפורטרברוק במטבע לירה שטרלינג וקיבועם לשקל. השווי ההון של ההתחייבות בגין עסקאות ההגנה למועד הדוח הינו כ-25 מיליון ש"ח.

במהלך שנת 2025 גדרה הקרן גם את מלוא עלות השקעתה בגרין-ווי באמצעות עסקאות החלפת מטבע חוץ (SWAP) השווי ההון של הנכס בגין עסקאות ההגנה למועד הדוח הינו כחצי מיליון ש"ח.

להלן שינויים בשווי הון הנובעים מגידור כלכלי של שערי חליפין:

לשישה חודשים שהסתיימו ביום 30 ביוני 2025	לשישה חודשים שהסתיימו ביום 30 ביוני 2024	לשלושה חודשים שהסתיימו ביום 30 ביוני 2025	לשלושה חודשים שהסתיימו ביום 30 ביוני 2024	לשלושה חודשים שהסתיימו ביום 30 ביוני 2024
אלפי ש"ח	אלפי ש"ח	אלפי ש"ח	אלפי ש"ח	אלפי ש"ח
9,528	(14,587)	25,678	(10,096)	(6,969)

שינוי בשווי הון:

סיכון מטבע חוץ – נכס (התחייבות) בגין גידור השקעה בנכסי הפורטפוליו

ה. שערי חליפין והצמדה

מדד המחירים לצרכן (יזוע)	לירה שטרלינג	אירו
1.57%	1.08%	4.18%
1.90%	2.80%	0.21%
1.28%	(3.89%)	(1.66%)
1.61%	2.08%	1.03%
3.43%	(1.01%)	(5.36%)

להלן שינויים במדד המחירים לצרכן ובשער חליפין:

לשישה חודשים שהסתיימו ב-30 ביוני 2025
לשישה חודשים שהסתיימו ב-30 ביוני 2024
לשלושה חודשים שהסתיימו ב-30 ביוני 2025
לשלושה חודשים שהסתיימו ב-30 ביוני 2024
לשנה שהסתיימה ב-31 בדצמבר 2024

ו. פרטים בדבר מסגרות אשראי מתאגידים בנקאיים

ביום 15 במרץ 2025 התקשרה הקרן עם בנק דיסקונט בהסכם לחידוש המסגרת הקיימת לפיה תישמר מסגרת האשראי של הקרן בהיקף של 300 מיליון ש"ח ותבוצע הפחתה בשיעור הריבית בגין הלוואות שינוצלו מכוח המסגרת. תקופת הניצול של המסגרת תוארך עד ליום 14 במרץ 2026, כאשר כל אשראי שינוצל ייפרע לכל המאוחר בתוך שנתיים ממועד ניצולו. אשראי שינוצל יישא ריבית שנתית מבוססת פריים בתוספת 0.5%-1.5%. יתר תנאי ההסכם נותרו ללא שינוי, למעט התאמות מסוימות שהשפעתן על ההסכם אינן מהותיות.

ליום 30 ביוני 2025 יתרת מסגרת האשראי הבלתי מנוצלת מבנק דיסקונט הסתכמה לכ-261 מיליון ש"ח, זאת בנוסף למסגרות אשראי בלתי מנוצלות נוספות מתאגידים בנקאיים ומוסדות פיננסיים נוספים בסך של כ-99 מיליון ש"ח.

למועד פרסום הדוח יתרת מסגרת האשראי הבלתי מנוצלת מבנק דיסקונט וממוסדות פיננסיים נוספים הסתכמה לכ-242 מיליון ש"ח ו-75 מיליון ש"ח בהתאמה, זאת בנוסף למסגרות אשראי בלתי מנוצלות נוספות מתאגידים בנקאיים נוספים בסך של כ-25 מיליון ש"ח.

ז. עדכון בדבר עמידה באמות מידה פיננסיות

להבטחת פירעון האשראי הבנקאי ואגרות החוב שלווה הקרן, התחייבה הקרן לשמור על אמות מידה פיננסיות. ליום 30 ביוני 2025, 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 2024).

באור 5 – הון
א. הרכב ניירות ערך

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	-	תקבולים על חשבון רכיב המרה של אגרות חוב
30 ביוני 2024 כמות ני"ע (אלפים)		
מונפק ומוקצה	רשום	
1,264,956	10,000,000	מניות רגילות
156,219	-	אופציות לא סחירות למניות (*)
31 בדצמבר 2024 כמות ני"ע (אלפים)		
מונפק ומוקצה	רשום	
1,264,956	10,000,000	מניות רגילות
156,219	-	אופציות לא סחירות למניות (*)
220,000	-	תקבולים על חשבון רכיב המרה של אגרות חוב

(*) כל אופציה ניתנת למניה להמרה אחת בעלת 1 ש"ח ערך נקוב.
(**) ביום 4 בפברואר 2025 הוענקו 5 מיליון מניות רגילות חסומות לעובדים ונושאי משרה בחברת הניהול בקרן, בהתאם להסכם הניהול המתוקן של הקרן אשר אושר באסיפה הכללית מיום 28 בינואר 2024. המניות תהיינה חסומות למשך שנתיים ממועד ההקצאה, עד ליום 3 בפברואר 2027.

ב. חלוקת דיבידנד

בימים 26 במרץ ו-25 במאי לשנת 2025, הכריזה החברה על חלוקות דיבידנד לבעלי המניות, כל אחת בסך של כ-15,000 אלפי ש"ח שהיוו 1.2 אגורות למניה, שמקורם מהכנסות מנכסי הפורטפוליו שהתקבלו בקרן מהשקעותיה. ביום 30 באפריל 2025, ולאחר תאריך הדוח, ביום 8 ביולי 2025, שולמו הדיבידנדים לבעלי המניות של החברה. ביום 24 באוגוסט 2025, לאחר תאריך הדוח, אישר דירקטוריון הקרן חלוקת דיבידנד בסך 15,000 אלפי ש"ח לבעלי המניות, כמפורט בביאור 6 להלן.

באור 6 – אירועים משמעותיים לאחר תאריך הדוח

א. תשלום דיבידנד בקרן

ביום 24 באוגוסט 2025 אישר דירקטוריון הקרן חלוקת דיבידנד בסך 15,000 אלפי ש"ח לבעלי המניות, המהווה 1.2 אגורות למניה.

ב. התקשרות במזכר הבנות עם אי.אס. החזקות בע"מ לשיתוף פעולה בקשר עם מתקן ההתפלה בפלמחים

לאחר תאריך הדוח, ביום 2 ביולי 2025 התקשרו IES (בעלת הקרקע בפלמחים) ו-BlueGen (במזכר הבנות לא מחייב ("מזכר ההבנות") לשיתוף פעולה בקשר עם מתקן ההתפלה בפלמחים, המוחזק ב-51% על ידי BlueGen, ("מתקן פלמחים"). במסגרת מזכר ההבנות סוכם על פעילות משותפת מול המדינה להתקשרות בהסכם זיכיון חדש להפעלת מתקן פלמחים לאחר תום תקופת הזיכיון הקיימת ולשדרוג מתקן ההתפלה ("תקופת הזיכיון הנוספת" ו-"פרויקט שדרוג מתקן פלמחים", בהתאמה).

בכפוף לתנאים להלן, IES תרכוש 50% ממתקן פלמחים לפי שווי המתקן כפי שישתקף בספרי הקרן במועד העסקה (וביחס לערך השייר (הגרט) – על פי שווי בספרי הקרן נכון ליום 31 בדצמבר 2024) בכפוף להתאמות מקובלות כמפורט במזכר ההבנות, ובתוספת פרמיה מוסכמת מראש העומדת על סך של 21 מיליון ש"ח, המשקפת כ-15% משווי מתקן פלמחים בספרי הקרן נכון ליום 31 במרץ 2025. עוד הוסכם, כי לאחר השלמת עסקת רכישת המניות של מתקן פלמחים ועד לתום תקופת הזיכיון הקיימת (קרי, 28 באפריל 2029), תמשיך BlueGen להיות בעלת השליטה מתקן פלמחים.

העסקה כפופה לחתימה על הסכם מפורט עד ליום 31 בדצמבר 2025, לחתימה על הסכם זיכיון חדש מול המדינה ולהסמכת IES להגשת תכנית לות"ל עבור חטיבת קרקע ההתפלה בפלמחים. ההסכם המפורט יכלול תנאים מתלים להשלמת העסקה, קבלת האישורים הנדרשים מהארגונים המוסמכים, מקבוצת מגדל – שהינה בעלת מניות מיעוט ב-BlueGen, מצדדים שלישיים ומהרשויות הרלוונטיות.

באור 6 – אירועים משמעותיים לאחר תאריך הדוח (המשך)**ג. זכייה של BlueGen במכרז לתכנון וביצוע של מתקן התפלה סבחה**

ביום 28 ביולי 2025 הודיעה ועדת המכרזים של מקורות חברת מים בע"מ ("מקורות") ל-BlueGen על זכייתה במכרז לתכנון וביצוע של מתקן ההתפלה סבחה ד' בעיר אילת ("המכרז" ו-"מתקן סבחה", בהתאמה). הצעתה של BlueGen במכרז עמדה על סך של כ-425 מיליון ש"ח (בתוספת מע"מ), אשר ישולמו ל-BlueGen על פני תקופה של 3.5 שנים ממועד החתימה על ההסכם ועד למסירת מתקן סבחה, בהתאם לאבני דרך שנקבעו במכרז. זכייתה של BlueGen במכרז כוללת עבודות תכנון, רכש, הקמה, הרצה ומסירה למקורות של מתקן סבחה ד' להתפלת מי ים בקיבולת של כ-20 מיליון מ"ק מים מותפלים לשנה ומתקן לטיפול בתשטיפים של כלל מתקני סבחה, וכן תקופת בדיק של 36 חודשים ממועד הפעלת המתקנים. יצוין, כי במסגרת המכרז נקבעו מספר תנאים מתלים אשר אינם מהותיים טרם חתימה על ההסכם התכנון והביצוע.

ד. קבלת אישור ממשלת ישראל לתכנית להקמת תחנת הכוח ריינדיר

ביום 7 באוגוסט 2025 נתקבל אישור ממשלת ישראל לתוכנית לתשתית לאומית, תת"ל 91, אשר מכוחה ניתן להקים את תחנת הכוח ריינדיר ("תחנת הכוח ריינדיר" או "התחנה") המוזקת על ידי פאוורג'ן ב-27.51%. תחנת הכוח ריינדיר צפויה להיות מוקמת בשטח מועצה אזורית דרום השרון, על אחת מעתודות הקרקע הבודדות במרכז הארץ ברמת בשלות גבוהה להקמה, במיקום אסטרטגי וייחודי בסמיכות לקווי תשתית חיוניים לצורך הולכת חשמל לאזורי הביקוש בגוש דן והמרכז. התחנה צפויה להיות בעלת הספק של עד 900 מגה וואט, ותופעל באמצעות גז טבעי. אין ודאות כי מידע זה יתממש במלואו ו/או בחלקו, בין היתר בשל תלות בגורמים חיצוניים שאינם בשליטת הקרן ו/או פאוורג'ן, לרבות קבלת אישורי הרשויות המוסמכות וביצוע סגירה פיננסית ככלל ובמסגרת המועדים הקבועים באסדרה בפרט. למועד הדוח, לא בוצעה הערכת שווי עדכנית המשקפת את השלכות אישור הממשלה להקמת התחנה על שווייה.

generation
bluegen

ג'נריישן קפיטל בע"מ

הערכת שווי חברת בלוג'ן בע"מ

ליום ה-30 ביוני, 2025

שלום רב,

נתבקשנו על-ידי ג'נריישן קפיטל בע"מ (להלן: "ג'נריישן" ו/או "מזמינת העבודה") לבצע הערכת שווי להחזקותיה בחברת בלוג'ן בע"מ (להלן: "בלוג'ן" ו/או "החברה"). הערכת השווי התבצעה ליום 30 ביוני 2025 (להלן: "מועד הערכת השווי") בהתבסס על דוחות כספיים ליום 31 במרץ 2025. הערכת השווי תבוצע לטובת הצגת ההשקעה בדוחות הכספיים של ג'נריישן בשווי הוגן. מדידת השווי ההוגן בוצעה 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-26 ביוני, 2025.

ממצאינו ישמשו את ג'נריישן, הנהלתה ומבקריה, למטרות דיווח פיננסי במסגרת עקרונות החשבונאות והדיווח הכספי המקובלים בישראל והנדרשים על פי כל דין. עבודה זו מיועדת לשימושם הבלעדי של חברת ג'נריישן, הנהלתה ומבקריה הבלתי תלויים בלבד על פי כל דין.

ידוע לנו ואנו מסכימים כי העבודה תשמש ו/או תיכלל בדוחות כספיים ליום 30 ביוני 2025, לרבות ככל שהדוחות כאמור יכללו במסגרת תשקיף או תשקיף מדף או דוחות הצעת מדף שיפורסמו על ידה, לרבות בדרך של הפנייה, וכן בכל דיווח מידי לפי חוק ניירות ערך, התשכ"ח – 1968 ותקנותיו אשר על פי הוראות הדין ג'נריישן קפיטל תידרשנה במסגרתו לצרף את העבודה הכלכלית.

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

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

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

אי תלות

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

מקורות מידע

עבודתנו התבססה על נתונים, מסמכים ומצגים כמפורט להלן:

- דוחות כספיים של החברה ושל החברות בנות לימים 31 בדצמבר 2023-2024 וליום 31 במרץ 2025;
- דוחות הרכבה לימים 31 בדצמבר 2023-2024 וליום 31 במרץ 2025;
- 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** – כפיר נבון, מנכ"ל ואלעד לוי, סמנכ"ל כספים;
- ליעד סיון** – סמנכ"ל פיתוח עסקי;
- וכן אנשי מפתח נוספים בחברות השונות.

פרטים אודות מעריך השווי ומומחיותו

BDO Consulting and Management Ltd - נוסדה על ידי השותפים של משרד רואי חשבון BDO. BDO יעוץ 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 וכנסים בלתי מוחשיים, ניתוחים כספיים, בניית תכניות עסקיות, ייעוץ מימון פרויקטים PFI/PPP, מיזוגים ורכישות, בנקאות השקעות ועוד.

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

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

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

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

תמצית ממצאים

בהתבסס על עבודתנו והממצאים המפורטים בה, הגענו לכלל מסקנה כי נכון למועד הערכת השווי, שווי החברה הינו כדלקמן:

אלפי ש"ח	שווי ליום 30 ביוני, 2025	שיעור החזקה
שווי 51% דרך הים התפלה (אחזקות) בע"מ	160,805	51%
שווי 50% מתקן התפלה אשדוד	255,467	50%
זרוע הפסולת	827,474	-
שווי חטיבת המים והשפכים	232,962	100%
שווי פעילות הכימיקלים	132,534	100%
חוב נטו והתאמות	(104,654)	-
הכנסות שהתקבלו מבלוג' בניכוי הלוואות בעלים	(980)	-
סה"כ שווי חברה	1,503,609	
<i>אחזקות ג'נריישן קפיטל בבלוג'</i>	<i>80.01%</i>	
שווי אחזקות ג'נריישן קפיטל בבלוג'	1,203,037	

*מאחר והערכת השווי מבוצעת ליום ה-30 ביוני, 2025 בהתבסס על הדוחות הכספיים ליום ה-31 במרץ, 2025, הוספו רכיבי של הזרמות הון בניכוי דיבידנדים והחזרי הלוואות – בין ג'נריישן לבין החברה, שחלו במהלך הרבעון השני של 2025.

**חלקה של בלוג' בקבלני ההקמה בפרויקטים (EPC) נאמד בכ-112 מיליוני ש"ח וכלול בתוך שווי זרוע הפסולת ושווי מתקן ההתפלה באשדוד.

שווי החברה לעיל חושב ללא ניכוי הלוואות בעלים או שטרי הון שניתנו ע"י ג'נריישן. בהתאם לכך, סך שווי החזקות ג'נריישן בבלוג' ליום 30 ביוני 2025, לרבות ההחזקות במניות, הלוואות בעלים ושטרי הון עומד על כ- 1,203 מיליוני ש"ח.



בכבוד רב,

רו"ח שגיב מזרחי, שותף

BDO זיו האפט ייעוץ וניהול בע"מ

נחתם בתאריך: 24 באוגוסט, 2025

תוכן עניינים

7	החברה ופעילותה
23	הסביבה העסקית
33	ניתוח דוחות כספיים
37	מתודולוגיה
43	הערכת השווי
83	נספחים

פרק 1

החברה ופעילותה

החברה ופעילותה

כללי

בלוג'ן, לשעבר GES, הינה זרוע איכות הסביבה של קרן ג'נריישן. בלוג'ן הינה מהחברות המובילות בישראל בייזום, תכנון, מימון, הקמה ותפעול פרויקטים לטיפול במים, שפכים ופסולת לאורך כל שרשרת הערך. בנוסף לחברה חטיבה המתמחה בייצור וסחר בכימיקלים לתעשייה.

החברה הינה בשליטת קרן ג'נריישן, אשר מחזיקה בה כ-80.01%, כאשר יתרת הון מניות בלוג'ן (19.99%) מוחזקות על ידי חברות מקבוצת מגדל חברה לביטוח בע"מ ("קבוצת מגדל"), אשר השלימה את ההשקעה בבלוג'ן בחודש יוני 2022.

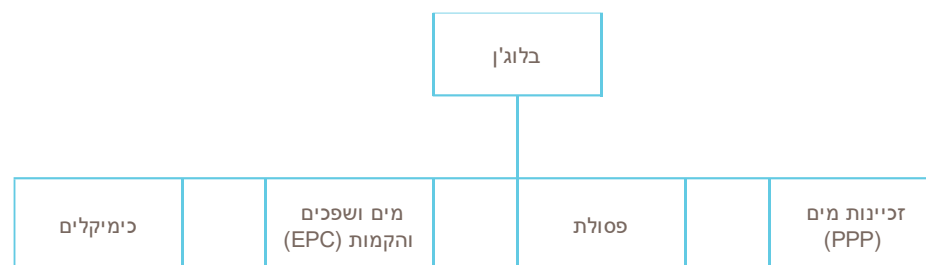
בשנת 2022, התבצע בבלוג'ן הליך ארגון מחדש שנעשה בעיקרו מתוך מטרה להתאים את התשתית הניהולית של בלוג'ן לנכסים שבשליטתה וניהולה, למצות סינרגיות בין פעילויותיה השונות ולהפוך את בלוג'ן לתאגיד איכות סביבה רב זרועי, מוטת צמיחה. במסגרת זו, בין היתר, נערכו שינויים בשדרה הניהולית של בלוג'ן, ויחידותיה אורגנו מחדש.

בלוג'ן הינה חברת איכות סביבה מובילה ומתקדמת בישראל אשר עוסקת בשני תחומים מרכזיים - מים וטיפול בפסולת:

- בתחום הטיפול במים והשפכים בישראל מהווה בלוג'ן גורם מפתח בחיזוק עצמאות המים של ישראל דרך תכנון, מימון, הקמה ותפעול של מתקני התפלה בישראל על כלל סוגיהם, ומתקנים לטיפול בשפכים בתחום המוניציפלי ובעולמות התעשייה, ומייצאת ידע ויכולות בתחום טכנולוגיות המים והשפכים לחו"ל.
- תחום מרכזי נוסף הוא הטיפול, המיון והמחזור בעולם הפסולת על גווניו השונים, בדגש על הטיפול בפסולת הביתית והתעשייתית. דרך הקמת מתקני מיון מחזור והשבה לשם הקטנת כמות ההטמנה, ודרך חברות לטיפול בסוגי הפסולת השונים בתחומי התעשייה - בלוג'ן תהא שחקן מרכזי במימוש החזון לטיפול איכותי בפסולת והצעת משק הפסולת בישראל קדימה, כל זאת באמצעות קידום פרויקטים לאומיים ובניית עוגן תזרימי משמעותי לתקופות ארוכות.

מבנה פעילות

להלן מבנה פעילות החברה נכון למועד הערכת השווי:



החברה ופעילותה

נכסי הזכינות בתחום המים והפסולת

לבולג'ן פרויקטי זכינות בתחום התפלת מי-ים, טיפול במי תהום וטיפול בפסולת, במסגרתן בולג'ן מתכננת, מקימה, מממנת ומתפעלת את הפרויקט במהלך תקופת הזיכיון. בתום התקופה הפרויקט חוזר לבעלות המדינה (בפרויקטי BOT – Build, Operate, Transfer או DBOT – Design, Build, Operate, Transfer) או נשאר בבעלות בולג'ן (בפרויקטי BOO – Build, Operate, Own).

מהפכת ההתפלה בישראל, שהחלה לפני כ-25 שנה, הצריכה שחקנים בעלי מומחיות הנדסית ופיננסית כאחד בפרויקטי PPP. כיום, לאחר למעלה משני עשורים בתחום הזכינות, בולג'ן נחשבת לחברה מובילה בתחום, המשלבת ידע טכנולוגי מתקדם עם יכולות פיננסיות המעניקות לה יתרון משמעותי בפרויקטי זכינות (PPP) בישראל.

פעילות הזכינות של בולג'ן מרוכזת לרוב על ידי בולג'ן עצמה, כאשר ככלל, לצורך כל פרויקט מוקמת ישות ייעודית המתקשרת בהסכם הזיכיון מול המזמין (על פי רוב המדינה ובמימון המקרים, רשות או מועצה) ובהסכמי המימון מול הגורמים המממנים, כאשר החזר החוב הבכיר מתבצע לאורך תקופת התפעול של הפרויקט מהתקבולים המופקים מהפעילות. ככלל, כוללים הסכמי המימון שיעבוד של כלל הזכויות שיש לזכיון מכוח הסכם הזיכיון, והינו בתנאי Non-Recourse (ללא זכות חזרה לבעלים) למעט בסוגיות בודדות היוצאות מן הכלל. בנוסף, במרבית המקרים חותם הזכיון על הסכם EPC (Engineering, Procurement & Construction) להקמת הפרויקט, במסגרתו מועברים סיכוני הפרויקט גב אל גב ("Back To Back") לקבלן ההקמה, ועל הסכם O&M (Operation & Maintenance) לתפעול ותחזוקת הפרויקט בתקופת התפעול, במסגרתו מועברים סיכוני התפעול לקבלן התפעול והתחזוקה.

ככלל, פרופיל ההכנסות של הזכיון הינו יציב, שכן במסגרת הסכם הזיכיון ברוב הפעמים המזמין מתחייב לתשלום קבוע לתקופת הפעלה ארוכה (ככלל, 20 שנים ויותר). כמו כן, במיעוט המקרים בהם אין הבטחה לרכישת התוצר, פרויקט הזכינות מבוסס על פיזור לקוחות גדול וחוסר בהיצע כך שתזרים הזכיון הינו יציב וכן קיימות רשתות ביטחון על המחיר שיתקבל מהלקוחות. כמו כן, במרבית המקרים, הכנסות הזכיון מוצמדות בהתאם למבוקש בהצעתן ובאופן שמספק הגנה מפני שינויים בעלויות ההפעלה השונות ובעלויות המימון.

לבולג'ן מומחיות בהקמת מגה פרויקטים מסוג PPP בתחום המים והפסולת במסגרתם היא פועלת הן בכובע הזכיון (SPC), הן בכובע הקבלן (EPC) והן בכובע המפעיל (O&M). וכך ניתן לראות ביחס לפרויקטים הקיימים – מתקני ההתפלה (פלמחים ואשדוד), מתקני הפסולת (סמארט וויסט ודיה), מתקן לטיהור מי תהום (פרכלורט). מודל ההפעלה כאמור מאפשר ניצול מקסימלי של יכולות בולג'ן וכן מיקסום תשואות הפרויקט.

להלן פרטים אודות פרויקטי זכינות בתחום התפלת מי ים וטיפול במי תהום, בהם מחזיקה בולג'ן:

1. מתקן התפלה בפלמחים

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. המתקן מוחזק על-ידי "שותפות פלמחים", בבעלות קבוצת בולג'ן (51%) וחברות בקבוצת מגדל (49%). השותף הכללי הינה חברה בת בבעלות מלאה של בולג'ן. הרכישה הושלמה ב-2020 בתמורה ל-380 מיליון ש"ח.

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, עם השנים בולג'ן שילשה את תפוקתו של המתקן 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, השנה המתקן הוכרז כאחד מעשרת מתקני ההתפלה המובילים בעולם על ידי Water Desalination Report.

החברה ופעילותה

נכסי הזכינות בתחום המים והפסולת (המשך)

מועד סיום הזיכיון הינו כאמור ה- 28 באפריל 2029, בהסכם במתכונת BOO לפיו המתקן נשאר בבעלות הזכיין (הבעלים) ולא חוזר למדינה. מאחר ומדובר בנכס תשתית לאומית חיוני, להערכת החברה צפוי מתקן ההתפלה בפלמחים להמשיך לפעול ולמכור מים מותפלים גם בטווח הארוך ולאחר תום תקופת הזיכיון הנוכחית. זאת, בהתחשב בין היתר במצבו התפעולי והתחזוקתי התקין של המתקן, העלייה המתמדת בביקושים למים מותפלים בישראל והעובדה כי מרבית צריכת המים בישראל מבוססת על מים מותפלים (יעדי ההתפלה של מדינת ישראל לשנת 2030 כפולים מכמותם היום), כאשר שיעורי הגידול באוכלוסייה לבדם מצריכים הקמת מתקני התפלה חדשים כל מספר שנים. בימים אלו פועלת 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.

ביום ה-2 ביולי, 2025 נחתם מזכר הבנות לא מחייב בין חברת IES החזקות בע"מ לבין חברת בלוג', 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 שוויי 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 סוף 2025, קבלת אישורים רגולטוריים, והסכמות עם המדינה על הארכת הזיכיון. עד לתום תקופת הזיכיון הנוכחית, בלוג' תמשיך להחזיק בשליטה במתקן בהתאם. בנוסף, סוכם כי פרויקט שדרוג המתקן יבוצע על ידי בלוג', בכפוף לסגירה פיננסית. העסקה מהווה מהלך מהותי לחיזוק מעמדו של המתקן במשק המים הישראלי ולהתאמתו לצרכים העתידיים של המדינה.

הכנסות שותפות פלמחים ב- 2023 עמדו על כ- 273 מיליון ש"ח (לפי מודל רכוש קבוע ולא לפי מודל נכס פיננסי).

החברה ופעילותה

נכסי הזכינות בתחום המים והפסולת (המשך)

2. מתקן התפלה באשדוד

בחוּדש אוגוסט 2022 השלימה בלוג'ן באמצעות שותפות מוגבלת ("שותפות אשדוד") בה היא מחזיקה ב-50% (שפיר מחזיקה ב-50% הנוספים) את רכישת חברות הזכיין ("זכיין 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 ה-30 ליוני, 2025, מתקן ההתפלה באשדוד סיים את תקופת ההרצה ונמצא לקראת סיום תקופת מבחני הקבלת PTO. המפעל מייצר כמויות שעתיות שנועות בין 8,500 מלמ"ק ש"ל-12,000 מלמ"ק ש"ל. 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 הבניה להקמת תחנת הכוח, אשר הקמתה צפויה להסתיים, להערכת החברה, עד לתום שנת 2025 והפעלתה צפויה במחצית הראשונה של שנת 2026.

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.

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 הזיכיון 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.

החברה ופעילותה

נכסי הזכינות בתחום המים והפסולת (המשך)

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:

א. הרחבה מהירה ללא שינוי מהותי בתשתיות.

ב. הרחבה משמעותית המחייבת הרחבה מערכי RO נוספים, תשתיות בינוי וחשמל.

במסגרת זו מתקן ההתפלה באשדוד ומתקן ההתפלה בפלמחים נערכים לקראת מענה על מנת להגדיל את כמויות המים המותפלים על בסיס התשתית הקיימת.

3. מתקן לטיפול במי תהום מזהמים באזור תעש רמת השרון (פרכלורט)

בחודש ינואר 2024, זכתה בלוג'ן במכרז BOT להקמה, תפעול ותחזוקה של מתקן לטיפול במי תהום מזהמים באזור תעש רמת השרון, לתקופת תפעול של כ-25 שנים (לאחר תקופת פיתוח והקמה בת כ-3.5 שנים). פעילות תעש באזור רמת השרון גרמה במשך עשרות שנים לזיהום חמור של מי התהום, בסביבתו מגוון מזהמים אשר בעלי מאפיינים ייחודיים בעולם. זיהום זה הוביל לסגירתם של קידוחי הפקת מי התהום ברמת השרון ושל חלק מקידוחי ההפקה בצפון תל אביב. מטרת הפרויקט הינה לשקם את מי התהום באזור, לצמצם את המשך התפשטות הזיהום לקידוחי הפקה אחרים ולאפשר את המשך השימוש באקוויפר החוף. הפרויקט כולל שאיבה של המים המזהמים בשישה קידוחי הפקה במקדי הזיהום בשטח המוניציפאלי של רמת השרון, הרצליה והוד השרון. המים שיישאבו יוזרמו למתקן טיפול שיוקם סמוך למחלף מורשה, שם יטופלו עד לרמה המאפשרת שימוש בלתי מוגבל בהם (מעל רמת טיפול שלישוני) באמצעות טכנולוגיות ביולוגיות ופיזיקו-כימיות מוכחות, אשר צפויות להביא לתהליך טיפול אמין ויעיל במזהמים כאמור. המים המטופלים יוזרמו בצינור תת קרקעי לנחל הירקון, כחלק מפרויקט גאולת הירקון, ויהוו כשליש מהמים שיוזרמו לקטע זה של הנחל. פרויקט זה, המתמחה בזיהומים ייחודיים מפעילות התעשייה הביטחונית, הינו הראשון מסוגו בישראל ולמיטב ידיעת החברה הוא פרויקט הטיפול בזיהום מי תהום הגדול והמורכב ביותר שבוצע בישראל, כאשר המתקן צפוי לטפל בכ-5.5 מלמ"ק מי תהום בשנה. ההכנסות

מהפרויקט צפויות להיות מורכבות: ממענק בסך 50 מיליון ש"ח בתום תקופת התפעול הראשונית (4 שנים מתחילת ההפעלה), מתשלומים דו חודשיים קבועים בגין הזמינות ומשתנים בתמורה לטיפול במים.

נכון למועד הדוח, עלות הקמת הפרויקט מוערכת בכ-150 מיליון ש"ח. לפרויקט חשיבות גדולה למשק המים, לרווחת תושבי האזור ולתושבי מדינת ישראל, הוא יתרום משמעותית לשיקום מקורות המים באזור והאקוויפר, יסייע לפיתוח אחת מעתודות הקרקע החשובות במרכז הארץ ולשיפור איכות הסביבה והאקולוגיה באזור.

בנוסף, המתקן יתרום משמעותית לשיקום נחל הירקון. החברה פועלת לקידום התכנון והסטטוטוריקה בהתאם ללוחות הזמנים הקבועים במכרז. אולם, במסגרת פסק דין של בית המשפט העליון מחודש דצמבר 2024, השעה בית המשפט העליון את התוכנית הסטטוטורית מכוחה נדרש הזכיין להוציא את ההיתרים בתוך שטח תעש, והתנה אותה במספר תנאים, לרבות הוצאת תסקיר על הסביבה. החברה בוחנת את השלכות פסק הדין כאמור על לוחות הזמנים לקידום ההליכים הסטטוטוריים הנדרשים. בנוסף, העיריות המקומיות מערימות קשיים גם בהיבטים של הוצאת ההיתרים מחוץ לשטח תעש. החברה הגישה בחודש יוני 2025, ערר נגד הועדה המקומית רמת השרון בנושא וממתינה להחלטה. לאור האמור, נכון למועד פרסום דוח זה, אין ודאות באשר למשך העיכוב הצפוי בפרויקט לאור העיכוב בהליכי הסטטוטוריקה כאמור לעיל.

החברה ופעילותה

נכסי הזכיינות בתחום המים והפסולת (המשך)

להלן פרטים אודות פרויקט זכיינות בתחום מתקני פסולת, בהם מחזיקה בלוג'ן:

1. מתקן סמארט וויסט למיון ומיחזור פסולת עירונית בשפד"ן (בהקמה)

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, הינו מתקן למיון ומחזור פסולת עירונית במתחם השפד"ן. המתקן מוקם על פי תנאי מכרז BOT לתקופת זיכיון של 25 שנים (לאחר 3.5 שנות הקמה), וצפוי להיות בעל קיבולת של כ-437 אלפי טונות פסולת עירונית בשנה. כאשר על פי תנאי הסכם הזיכיון לזכיין קיימת אופציה להגדיל את קיבולת המתקן בכ-70 אלף טון נוספים של פסולת מעורבת.

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 יפעל באופן אשר ימנע פליטות של ריחות ומזהמים ויעמוד בכל התקנים הסביבתיים.

מתקן סמארט וויסט צפוי לתת מענה למחוזות תל אביב והמרכז בישראל, המאכלסים כ-3.5 מיליון תושבים ואחראים לייצור של כ-46% מהפסולת העירונית במדינת ישראל. 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 כ-60% 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 שיילקח 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-75% (שיעור של כ-53% על פי העלויות בפועל) לנכון ליום 30 ביוני 2025 עם צפי להשלמת ההקמה במהלך הרבעון השני של שנת 2026. למלחמת חרבות ברזל השפעה על היקף העלויות ולוחות הזמנים של הפרויקט, והחברה נמצאת בדיון ודברים עם המדינה בקשר לקבלת פיצויים בגין נזקי המלחמה על בסיס סעיף כוח עליון הקיים בהסכם הזיכיון. סך עלות ההשקעה המשוערת של הפרויקט נאמדת בכ-1,053 מיליון ש"ח (לא כולל התייקרויות נוספות בהיקפים משמעותיים שנבעו בגין נזקי המלחמה והונח שיפוצו על ידי המדינה מכוח הסכם הזיכיון).

בחודש מרץ 2025 חתמה בלוג'ן עם קבלן ההקמה בפרויקט על הסכם להקמת מט"ש ביולוגי.

בחודשים האחרונים חתם הפרויקט על חוזה מסחרי ראשון להכנסת פסולת למתקן בהיקף של כ-60 אלף טון.

החברה ופעילותה

נכסי הזכיינות בתחום המים והפסולת (המשך)

2. 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: 1. עיכול אנאירובי והפקת אנרגיה מתחדשת מביו-גז. 2. קומפוסטציה.

בינואר 2023, התקשרו בלוג'ן ודקל דיה בע"מ, המוחזקת (100%) על ידי דקל תשתיות (2001) בע"מ ("דקל דיה" ו-"דקל תשתיות", בהתאמה), המוחזקת (50%) על ידי בלוג'ן (יחד עם קבוצת YSB), בהסכם מחייב עם המועצה האזורית אשכול. על פי ההסכם, המתקן יוקם על פי תנאי מכרז DBOT לתקופת זיכיון של 24 שנים ו-11 חודשים (מתוכה, כ-3 שנות הקמה) וצפוי להיות בעל קיבולת של כ-200 אלפי טון בשנה. להערכת בלוג'ן, עלות ההשקעה במתקן צפויה לעמוד על כ-400 מיליוני ש"ח, מתוכם עד כ-160 מיליון ש"ח (כולל מע"מ) יוענקו כמענק הקמה מהקרן לניקיון (בכפוף לעמידה ביעדים), בנוסף למענק תפעול מהקרן לניקיון בסך נוסף של עד 140 מיליון ש"ח.

הפסולת האורגנית הצפוי להתקבל במתקן דיה, בכמות של כ-200 אלפי טון בשנה, תגיע, בין היתר, מהאזור הסמוך למתקן וממתקן גרין נט, מתקן פעיל למיון פסולת עירונית בעטרות המוחזקת ב-50% על ידי בלוג'ן כאשר מתקן דיה ישלים את הטיפול בזרם האורגני של גרין נט ו/או אחרים. הזרם האורגני יעבור עיכול אנאירובי להפקת מתאן ויצור חשמל וכן קומפוסטציה.

בחודש דצמבר 2024 בוצעה סגירה פיננסית, במסגרתה התקשר הזכיון בהסכמים עם בנק דיסקונט למימון הפרויקט, בהיקף של כ-406 מיליון ש"ח (בנוסף לכ-35 מיליון ש"ח הלוואת גישור וכ-35 מיליון ש"ח הון עצמי, כך שסך עלות הפרויקט הינה כ-476 מיליון ש"ח), אשר יפרע במהלך תקופת התפעול, כ-25 שנה.

בתחילת שנת 2025 החלו עבודות ההקמה. הקמת הפרויקט מתקדמת ושיעור ההשלמה עומד על כ-19%. מבצע "עם כלביא" הוביל לעצירת העבודות בשטח והמשמעות על הפרויקט עוד נבחנת.

השלכות מלחמת חרבות ברזל על תחום פעילות הזכיינות

מאז פרוץ מלחמת חרבות ברזל (והמערכות הקשורות אליה), בחודש אוקטובר 2023, אשר נכון למועד זה אין ודאות באשר להמשכה, היקפה או התרחבותה לזירות נוספות, שוררות במשק הישראלי אי ודאות ואי יציבות, המתבטאות, בין היתר, בהורדת דירוג האשראי של ישראל על ידי סוכנויות דירוג האשראי הבינלאומיות. נכסי בלוג'ן הינם בתחומי התשתיות, כאשר מרביתם מהווים תשתיות חיוניות, להם חשיבות קריטית לתפקודן של המערכות השונות במשק, ובהתאם נדרשים להמשיך להעמיד את שירותיהם גם בעתות חירום ומלחמה. בהתאם, מרבית הנכסים מפגינים יציבות בפעילותם במצב הנוכחי ואין צפי להשפעה מהותית על פעילותן במבט צופה פני עתיד.

בתחום פעילות זכיינות ישנה השפעה מעורבת: מחד, ההשפעה על תפעול המתקנים הפעילים אינה מהותית, נוכח אופי הפעילות שכמעט אינו מושפע ממצב בטחוני (למעט פגיעה ישירה באתר התשתיות) או מירידה בביקוש; מאידך, קיימת השפעה על פרויקטים בהקמה, עקב השלכות מצב הלחימה (גיוס עובדים רבים למילואים, אי הגעת מומחים וספקים מחו"ל, אי הגעת פועלים מהרשות הפלסטינית), באופן שחלו עיכובים בהקמת פרויקטי PPP, דבר שהסב נזקים לבלוג'ן. לעניין זה יצוין, כי ככלל, הסכמי זכיינות בנכסי תשתיות מול המדינה (כמו אלו בהם בלוג'ן התקשרה ביחס לפרויקטים שהתעכבו כאמור), כוללים סעיף כוח עליון, המאפשר, בהתקיים תנאים מסוימים, קבלת פיצוי מהמדינה במקרים של כוח עליון (דוגמת מלחמה). בהתאם, מנהלת בלוג'ן משא ומתן מול המדינה לקבלת פיצוי עבור הנזקים (עיכובים, חריגות מהתקציב ועלויות נוספות) שנגרמו לה עקב המלחמה. במסגרת זו, נחתם תיקון להסכם הזיכיון במתקן ההתפלה באשדוד ותחנת הכוח בשטח המתקן, לפיו תקופת הזיכיון הוארכה בשש שנים נוספות, עד שנת 2044, ובפרויקט סמארט וויסט מתנהל משא ומתן מול המדינה.

החברה ופעילותה

נכסי הזכינות בתחום המים והפסולת (המשך)

פרויקטי זכינות: ריכוז

פרויקט	סוג הנכס	שיעור החזקה (זכיון, EPC ו-O&M)	שותף	סטטוס	סך עלות הקמה (צפויה (מלש"ח)	שיעור השלמה (לפי יחס עלויות)	מועד סיום הקמה	התפתחויות	סיום תקופת הזכיון	הכנסה ממוצעת של הזכיון לשנת פעילות מלאה לתקופת הזכיון (במיליוני ש"ח)
פלמחים	התפלה	51%	מגדל	מניב	ל.ר.	ל.ר.	ל.ר.	MOU בקשר לתקופת הזכיון הנספח	BOO	269
אשדוד	התפלה	50%	שפיר	מניב	320	100%	הסתיים בהמתנה לPTO	הפעלה מלאה במתקן ההתפלה, סגירה פיננסית להארכת התקופה	2044	610
אשדוד	תחנות כוח	50%	שפיר	הקמה	508	66%	רבעון 3 2026			
סמארט וויסט	מיון וטיפול בפסולת עירונית	50%	שיכון ובינוי	הקמה	1,053	53%	רבעון 3 2026	דיון עם המדינה על פיצויים בגין נזקי המלחמה	2051	389
דיה	טיפול בפסולת אורגנית	50%	(דרך דקל) YSB	הקמה	315	19%	רבעון 3 2027	-	2052	113
תשע רמת השרון	טיפול במי תהום	100%	ל.ר.	פיתוח	150	ל.ר.		לאור שינויים שחלו במתחם תעש בשל מלחמת חרבות ברזל ובשל התפתחויות סטטוטוריות הנושא נמצא בדיון ודברים מול המדינה	24 שנים ו-11 חודשים שנים מסיום הקמה	ל.ר.

(*) לא כולל התייקרויות נוספות בהיקפים משמעותיים שנבעו בגין נזקי המלחמה והונח שיפוצו על ידי המדינה מכוח הסכם הזכיון

(**) שיעורי ההשלמה נכונים לתאריך 30.06.2025.

(***) להרחבה אודות דיה וסמארט וויסט ראו בהמשך הפרק.

(****) לגבי ה-EPC בפלמחים – בהתאם למזכר ההבנות עם בעל הקרקע סוכם כי עבודות ההקמה ושדרוג המתקן לתקופת הזכיון הנוספת יבוצעו על ידי בלוג'ן בלבד (100%).

החברה ופעילותה

חטיבת מים ושפכים

פעילות בלוג'ן בתחום זה כוללת תכנון, הקמה ותפעול של מתקני התפלה ומתקני טיהור וטיפול במים ובשפכים, בארץ (בעיקר) ובחו"ל (בעשר מדינות ברחבי העולם, בדגש על אירופה) שהינם בבעלות צדדים שלישיים, טיוב מי בארות ומים לתעשייה וביצוע פרויקטים בסגמנטים שונים בתחום המים והשפכים.

בתחום המים והשפכים, מהווה חטיבת המים והשפכים שחקן One Stop Shop בעל נוכחות משמעותית למתן פתרונות לטיפול במים ושפכים – במתקנים משולבים לטיפול בזרמים לתעשייה, לרבות טיפול במי גלם והפיכתם למי מוצר (באמצעות סינון והתפלה) וטיפול נוסף בזרם החוזר של השפכים התעשייתיים לשימוש נוסף, בין היתר, בתחנות כוח, מפעלים פטרוכימיים ומפעלי מזון ומשקאות ופארמה. בנוסף חטיבת המים והשפכים פעילה בתחום הטיפול הביולוגי בשפכים באמצעות טכנולוגיית Moving Bed Biofilm Reactor ("MBBR") ייחודית.

בשנה האחרונה יושמה תוכנית התייעלות בחטיבה וצומצמו העלויות הקבועות בכ-9.5 מיליון ש"ח בשנה. הדבר מאפשר לחטיבה להתחרות באופן תחרותי יותר בשווקי הפעילות ושיפר את תוצאותיה העסקיות.

פעילות חטיבת המים והשפכים מחולקת לשני תחומים שונים בהתאם לאופן ההתקשרות מול הלקוחות: **תחום התפעול בישראל**, הכולל מתן שירותי תפעול ותחזוקה של מתקני טיפול במים ושפכים מסוגים שונים הנמצאים בבעלות צדדים שלישיים; **ותחום הפרויקטים בישראל ובחו"ל**, הכולל תכנון הנדסי, ניהול, רכש והקמת פרויקטי טיפול במים ושפכים מסוגים שונים, ולאחר תום ההקמה מסירתם ללקוח. תחום הפרויקטים כולל את פעילות חברת אקוויז טכנולוגיות מים חכמות בע"מ (להלן: "אקוויז"), אשר נרכשה במלואה ומוזגה לתוך הפעילות.

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 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, שלישי 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 2024 טיפלה בלוג'ן במתקניה השונים בסך של כ-48.6 מלמ"ק, גידול של כ-1.4% לעומת שנת 2023, בה טיפלה בלוג'ן בכ-47.9 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. טיוב מי בארות – רשות המים יוזמת המשך הפקת מים מקידוחים לאספקת מים שנפסלו על ידי משרד הבריאות, במטרה לשמר את יכולת ההפקה מהאקוויפר והאפשרות לנצל את המים. לצורך כך, רשות המים מפעילה מנגנון המבטיח תמריץ כלכלי למפיק המים, מהמשך ההפקה מהקידוחים שרצוי לשמר. במסגרת פעילות זו הקימה בלוג'ן ומחזיקה בשותפות (50%) במתקן התפלה בכפר מסריק, המטפל בכ-6 מלמ"ק מים לשנה. בשלהי שנת 2024 הגישה החטיבה לרשות המים תוכנית להרחבת המתקן במסגרת הקול הקורא שפרסה הרשות.

החברה ופעילותה

חטיבת מים ושפכים (המשך)

הפרויקט נמצא בשלבים סופיים של אישור מול הרשות כאשר כמויות הטיפול השנתיות צפויות לגדול לכ-7.3 מלמ"ק, צו הרכישה יינתן ל-25 שנה נוספות והתעריף יקטן בהתאם לתעריפים המאושרים על ידי הרשות. הארכת ההסכם ביחד עם הגידול בכמויות המים תפצה על הקיטון בתעריף ותבטיח כי המתקן ימשיך לייצר תוצאות דומות לשנים קודמות.

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 גבריאל ופאוורג'ן אלון תבור, ונמצאת בשלב מבחני הקבלה ב-MRC.

פעילות הפרויקטים

תחום הפרויקטים מתמחה בתכנון והקמת מתקני טיפול במים ושפכים, מתכנן ומקים מתקנים תהליכיים לטיפול במים ובשפכים בשילוב טכנולוגיות ממברנות, 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 המתקן 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. שאר החלקים בתהליך ותפעול הפרויקט יהיה למשך תקופה של כ-20 שנים.

ביום 28 ביולי 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.

פעילות תפעול מתקנים בבעלות צדדים שלישיים

בלוג'ן מערך תפעול נרחב, פרוס בכל רחבי הארץ ובעל ניסיון רב שנים בתפעול מערכות מורכבות של טיפול במים ובשפכים, הן במגזר המוניציפאלי והן במגזר התעשייתי, הכולל מערכות טיפול במים מליחים ובמי-ים, מערכות לטיפול בשפכים (מוניציפליים ותעשייתיים), תחנות שאיבה, טיוב והשבחת בארות, וזאת באמצעות שיטות טיפול במים המבוססות על טכנולוגיות מגוונות. נכון למועד הדוח, מעניקה 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.

החברה ופעילותה

חטיבת הפסולת

הקמת זרוע לריכוז פעילות הפסולת

במרץ 2025 חתמה בלוג'ן על מזכר הבנות עם קבוצת אחים יעקובי בע"מ (להלן: "YSB" ו/או "אחים יעקובי") להקמת זרוע ייעודית ומאוחדת בתחום הטיפול בפסולת. הזרוע החדשה תרכז את כלל פעילות הפסולת של הצדדים, כולל אחזקותיהם בדקל תשתיות (100%), קממ (100%) וסמארט וויסט (50%). מטרת המהלך היא ליצור מארג עסקי ייחודי שיביא לניצול יתרונו לגודל, ניצול סיnergיות תפעוליות ויאפשר את חיזוק הנוכחות בשוק והערכות לצמיחה משמעותית הצפויה בשוק הפסולת בישראל. יצוין כי הקמת הזרוע המשותפת כאמור כפופה לקבלת אישורים רגולטוריים.

לפי תנאי מזכר ההבנות, במועד השלמת העסקה יוקצו מניות בהתאם ליחס הקצאה שייקבע על בסיס הערכת שווי שפורסמה בדוחות הכספיים של הקרן ליום 30 ביוני 2024, תוך התאמות בגין שינויים מהותיים.

בלוג'ן צפויה לשלוט בזרוע הפסולת עם כ-77% מהאחזקות (לפני התאמות), ובנוסף תשלם ל-YSB סכום השווה ל-5% מערך דקל תשתיות בתמורה לפרמיית שליטה. ל-YSB תוענק אופציית מכר למכירת אחזקותיה בזרוע הפסולת.

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.

כיום עיקר פעילותה של זרוע הפסולת נעשית באמצעות ק.מ.מ. מפעלי מיחזור בע"מ (להלן: "ק.מ.מ."). ו/או "קממ" המוחזקת ב-100% ע"י בלוג'ן, דקל תשתיות (להלן: "דקל") המוחזקת ב-50% ע"י בלוג'ן וסמארט וויסט בע"מ (להלן: "סמארט וויסט") המוחזקת ב-50% ע"י בלוג'ן.

זרוע הפסולת ("חברת הפסולת") של בלוג'ן תעסוק בפסולת מעורבת (MSW) ופסולת אורגנית וכן בזרמי פסולת מופרדת במקור ואחרים: בקטגוריית פסולת מעורבת ופסולת אורגנית, חברת הפסולת מתמקדת בעיקר באחזקה ותפעול של מתקני קצה הכוללים:

1. מתקן גרינט למיון פסולת בירושלים (באמצעות דקל)
2. מתקן מיון פסולת בחירייה (באמצעות דקל)
3. מתקן דיה לטיפול בפסולת אורגנית באזור אשכול (באמצעות דקל) - זכיון ומפעיל
4. מתקן סמארט וויסט למיון ומיחזור פסולת עירונית ופסולת אורגנית בשפד"ן - זכיון ומפעיל (50%)

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

1. פעילות איסוף ומחזור נייר וקרטון ואבטחת מידע (באמצעות קממ)
2. פעילות בתחום הפלסטיק באמצעות אחזקה בחברה סייקל (24.75%) (באמצעות קממ)
3. פעילות מיון אריזות עבור תאגיד תמיר (באמצעות קממ)
4. פעילות איסוף ומחזור צמיגים (באמצעות קממ)
5. גרינסויל- מתקן לטיפול בבוצות וקרקעות מזוהמות (באמצעות דקל)
6. טיפול בפסולת אלקטרונית ע"י אחזקה בחברת מאי (51%) - עסקה בתהליך השלמה (באמצעות דקל)
7. טיפול בטקסטיל (באמצעות ק.מ.מ.)

החברה ופעילותה

חטיבת הפסולת (המשך)

היות ובקטגוריית פסולת מופרדת במקור, חלק ניכר מההכנסות הינו בגין מכירת תוצרי המחזור בארץ ובעולם, תוצאות החברה מושפעות ממחירי סחורות בעולם בהיבט ההכנסות ממכירת מוצרים (קרטון ונייר). 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 מיחזור צמיגים ועוד. כמו כן, יודגש כי פעילות ק.מ.מ 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.

סך הכל חברת הפסולת צפויה להחזיק מעל ל 150 משאיות וכלי צמ"ה ולעבוד (בתום ההקמה של חלק מהמתקנים) באמצעות 11 אתרי טיפול ומחזור ברחבי הארץ.

1. פעילות פסולת מעורבת ופסולת אורגנית: מתקן גרין נט למיון פסולת בירושלים - גרין נט (המוחזקת בשיעור של 50% על ידי בלוג'ן באמצעות דקל), אשר הוקמה בשנת 2010, פועלת בתחום המיחזור וטיפול בפסולת. גרין נט הינה הבעלים של מפעל לקליטת ומיון פסולת עירונית מעורבת בירושלים. זכויותיה בקרקע הינן באמצעות הסכם שכירות מול צד שלישי אשר בתוקף עד לשנת 2028. המתקן שהוקם בשנת 2015 מעניק שירותי קליטה, מיון, הפרדה ופינוי פסולת למטרופולין ירושלים ובעיקר לעיריית ירושלים מכוח הסכם שנחתם בשנת 2025. ההסכם מול עריית ירושלים הינו לתקופה של 5 שנים (עד 2030). במסגרת ההסכם עודכן (בעיקר עקב הצמדה של רכיב ההובלה) מנגנון ההצמדה באופן שיתאים יותר למבנה ההוצאות של המתקן. יודגש כי גרין נט הינו מתקן הטיפול בפסולת המתקדם היחיד במטרופולין ירושלים, ולהערכת החברה חסמי הכניסה לתחום זה הינם ייחודיים ומשמעותיים.

המתקן ממיון היקף של כ- 500 אלפי טונות פסולת עירונית בשנה, (כ-8% מסך הפסולת המיוצרת בישראל), כשהפסולת הנקלטת במתקן ממוינת ומופרדת למגוון חומרים שונים, אשר חלקם מועברים אל תעשיות המיחזור לשימוש חוזר (פסולת אורגנית מועברת לטיפול באתר קומפוסט, וחומרים לתעשיית המיחזור כגון קרטון, ברזל, אלומיניום ופלסטיק לסוגיו נמכרים כחומרי גלם לתעשיות השונות) והיתרה מפונה להטמנה. בפועל המתקן פועל בניצולת מלאה, כשכמויות פסולת עודפות מועברות להטמנה.

מבנה ההכנסות של גרין נט מורכב מהרכיבים הבאים:

- דמי כניסה לכל טון אשפה שנקלט במתקן.
- מכירה של חומרי מיחזור למפעלי מיחזור בארץ ובחו"ל.
- תשלומים מתוך מענקי מיחזור מכוח קולות קוראים של המשרד להגנת הסביבה.
- הכנסות בגין מיחזור בקבוקי פלסטיק.

החברה ופעילותה

חטיבת הפסולת (המשך)

2. מתקן מיון פסולת בחירייה - במהלך בחודש אוגוסט 2024 התקשרה בלוג', באמצעות גרין דקל TLV, חברה בת של דקל תשתיות, בהסכם על פי מכרז בו 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-390 אלף טון פסולת בשנה, מתוכם כ-150 אלף טון למחזור, והשאר (כ-230 אלף טון) להטמנה.

3. מתקן דיה לטיפול בפסולת אורגנית באזור אשכול (פעילות המתקן מפורטת בפרק זכיינות).

4. מתקן סמארט וויסט למיון ומחזור פסולת עירונית ופסולת אורגנית בשפד"ן (פעילות המתקן מפורטת בפרק זכיינות).

פעילות זרמי פסולת מופרדת במקור ואחרים:

1. פעילות איסוף ומחזור נייר וקרטון ואבטחת מידע- פעילות חברת הפסולת בתחום הטיפול והמחזור 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 ומחזור 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 מיכלי 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 ותחנות 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.

הרחבת מתקן תמיר - בחודש אפריל 2024 הגיעה החברה להסכמות עם "תמיר" מחזור על הקמה, בהיקף של כ-70 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 שתפעיל קממ, 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. נכון להיום הוגשה בקשה להיתר בניה וצפויה עליה לקרקע עד סוף 2025.

החברה ופעילותה

חטיבת הפסולת (המשך)

סך הכנסות דקל לשנת 2024 (כולל גרין נט וגרינסויל וללא הפעילות בחירייה שהחלה ב-2025) עמדו על כ-255 מיליון ש"ח.

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 וגיונות 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).

5. לחברה פעילות בתחום טיפול ביולוגי בקרקעות מזוהמות ובוצות תעשייתיות באמצעות גרינסויל. גרינסויל הינה בעלת זכויות לשכירות שטח ומתקנים לטיהור קרקעות המצויים במתחם מפעל החברה לשירותי איכות הסביבה בנאות חובב, במסגרתם היא מפעילה, החל מיום 1 בינואר 2020, מתקן טיפול בקרקע ובוצות תעשייתיות, וזאת לתקופה של עשר שנים עם אופציות הארכה לתקופה כוללת של עד 24 שנים ו-11 חודשים. בשנת 2025 זכתה החברה במכרז להשכרת שטח נוסף, סמוך לקרקע הקיימת. זכייה זאת תאפשר לחברה להגדיל את הקיבולת של הקרקעות הנכנסות ובכך להגדיל את ההכנסות והרווח.

6. טיפול בקרקעות מזוהמות - תשתיות פעילות בתחום טיפול ביולוגי בקרקעות מזוהמות ובוצות תעשייתיות באמצעות אחזקותיה במלוא הון המניות של גרינסויל. גרינסויל הינה בעלת זכויות לשכירות שטח ומתקנים לטיהור קרקעות המצויים במתחם מפעל החברה לשירותי איכות הסביבה בנאות חובב, במסגרתם היא מפעילה, החל מיום 1 בינואר 2020, מתקן טיפול בקרקע ובוצות תעשייתיות, וזאת לתקופה של עשר שנים עם אופציות הארכה לתקופה כוללת של עד 24 שנים ו-11 חודשים. בשנת 2025 זכתה החברה במכרז להשכרת שטח נוסף, סמוך לקרקע הקיימת. זכייה זאת תאפשר לחברה להגדיל את הקיבולת של הקרקעות הנכנסות ובכך להגדיל את ההכנסות והרווח.

החברה ופעילותה

חטיבת 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.

לחטיבת הכימיקלים מפעל באתר עכו 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 2024 עמדו על כ- 82 מיליון ש"ח.

הון אנושי

החל משנת 2022, מכהן מר ליהוא הכהן כמנכ"ל בלוג'ן, אשר מעסיקה, נכון למועד הערכת השווי, יחד עם חברות המוחזקות על ידה, כ-900 עובדים (מתוכם כ-50 מהנדסים בעלי מומחיות ייחודית). בלוג'ן מתאפיינת בהון הנדסי ייחודי, הכולל מומחיות רחבה בכימיה, מכונות וחשמל, עם התמחות בהתפלת מים, טיפול בשפכים, הנדסה אזרחית, רישוי וסטטוטוריקה, ניהול פרויקטים ופעילות O&M של מתקנים. שילוב זה מעניק לה יכולת לתכנן, להקים ולהפעיל מערכות מורכבות ברמה טכנולוגית גבוהה וביעילות מרבית.

החברות הבנות והפעילויות מנוהלות על-ידי כפיר נבון מנכ"ל חטיבת המים והשפכים, אבנר חרמוני מנכ"ל דרך הים, רני איידלר מנכ"ל ק.מ.מ, עופר בוגין מנכ"ל דקל תשתיות, עופר מרגלית מנהל הזכיינות וסמנכ"ל כספים ואבי מלול מנכ"ל חטיבת ההקמות.

פרק 2

הסביבה העסקית

הסביבה העסקית

שוק המים בישראל¹

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, ואחראית על כ-85% ממי השתיה בישראל.

התפלת מים היא הפרדה בין המים למלחים המומסים בהם כדי לקבל מים ראויים לשימוש. כ-50% ממי השתיה בישראל מקורם במים מותפלים וכ-90% מהמים המותפלים בישראל מופקים בחמישה מתקנים להתפלת מי ים: פלמחים ואשדוד (שניהם בהחזקת בלוג'ן), אשקלון, חדרה ושורק, כאשר כל אחד מהם יכול להפיק בין 90 ל-150 מלמ"ק לשנה והינם יחד בעלי כושר התפלה של כ-595 מלמ"ק לשנה, כאשר יתרת המים המותפלים מופקת במתקנים להתפלת מי תהום מליחים. בישראל הותפלו בשנים 2022, 2023, ו-2024, כ-533.5, כ-589.1 וכ-540 מלמ"ק, בהתאמה.

בנוסף, פועלת המדינה להגדלת כמות המים המותפלים בישראל באמצעות הקמתם של שני מתקני התפלת מי ים נוספים: מתקן שורק 2, בעל יכולת ייצור של כ-200 מלמ"ק לשנה והפעלתו החלה בחודש מרץ 2025, ומתקן גליל מערבי אשר צפוי להיות בעל יכולת ייצור של כ-100 מלמ"ק לשנה והפעלתו צפויה במהלך שנת 2027. עם השלמת הקמת מתקני ההתפלה החדשים הללו והפעלתם הצפויה במלואה, תעמוד יכולת הייצור של מתקני ההתפלה בישראל על כ-900 מלמ"ק בשנה. כמו כן, בפברואר 2024 פורסם הליך המיון המוקדם למכרז BOT להרחבת מתקן ההתפלה באשקלון מהיקף של כ-120 מלמ"ק בשנה כיום להיקף של כ-220 מלמ"ק לשנה לתקופה של-25 שנים. יצוין, כי בלוג'ן ושפיר הנדסה אזרחית וימית בע"מ (המחזיקה יחד עם בלוג'ן, בחלקים שווים, במתקן ההתפלה באשדוד, "שפיר") מתמודדות יחדיו בשלב המיון המוקדם. לאחרונה החלה מקורות בעבודות שדרוג ימיות של מתקן ההתפלה סבחה באילת. בסיומן יגדל היקף אספקת המים ממתקן ההתפלה מכ-18 לכ-38 מלמ"ק.

נכון למועד הדוח מתוכננים שני פרויקטים מרכזיים להרחבת כושר ההתפלה בישראל - הרחבת מתקן ההתפלה אשקלון והקמת מתקן חדש בעמק חפר². הרחבת אשקלון צפויה לכלול תוספת של 100 מיליון מ"ק עד 2027 בהתאם לתוכנית המקורית ועד שנת 2029 לפי לוח הזמנים המעודכן. תוספת נוספת של 100 מיליון מ"ק מתוכננת עד לשנת 2048. בנוסף, לפי אגף התכנון ברשות המים, ניתן לדחות את הפעלת ההרחבה לשנת 2032. מתקן ההתפלה בעמק חפר עתיד לספק 400 מיליון מ"ק בשתי פעימות - 200 מיליון מ"ק עד 2030 ו-200 מיליון מ"ק נוספים עד 2036. עם זאת, לפי דיווח רשות המים, המתקן לא יופעל לפני 2031, וייתכן שכושר ההפקה המלא ייכנס לפעולה רק בשנת 2032, כאשר מכרז להפעלתו צפוי להתפרסם בשנים הקרובות.

לפי החלטת הממשלה, יעד ההתפלה לשנת 2030 הינו 1,100 מלמ"ק לשנה, יעד כמעט כפול מכמות המים המותפלת כיום בישראל. יצוין, כי יעד ההתפלה לשנת 2050 עומד על 1,750 מלמ"ק לשנה. הקמת המתקנים המוזכרים לעיל משתלבים בתכנית זו.

בעשור האחרון, חל גידול של כ-18.5% בצריכת המים הכוללת בישראל, בעיקר כתוצאה מגידול משמעותי (כ-21.5%) בצריכה הביתית (לרבות הצריכה התעשייתית אשר משנת 2015 משויכת לצריכה ביתית). הסיבות לגידול בביקוש למים כוללות, בין היתר, גידול באוכלוסייה, עליה ברמת החיים, גידול בצריכה במגזר הערבי והבדואי וגידול באספקת המים לרשות הפלסטינאית ולירדן. על פי נתוני רשות המים, כפי שמובאים על ידי מקורות, צריכת המים בישראל, עומדת בשנת 2023 על כ-2,413 מלמ"ק (מתוכם כ-46% משויכים לצריכה ביתית ותעשייתית, והשאר לחקלאות), בעוד שהיקף המים המוזרמים לרשות הפלסטינאית ולירדן עומד בשנת 2023 על כ-211.5 מלמ"ק.

¹ רשות המים ומרכז המחקר והמידע של הכנסת
² מבקר המדינה - אסדרה של מתקני התפלת מי ים ופיקוח עליהם

הסביבה העסקית

שוק המים בישראל (המשך)

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

תעריפי המים

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

הסביבה העסקית

שוק המים בישראל (המשך)

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.

מקורות מים מלאכותיים

- התפלה - התפלת מים היא הפרדה בין המים למלחים המומסים בהם כדי לקבל מים ראויים לשימוש. היות שבישראל שורר מחסור תמידי במים טבעיים, מים מותפלים משמשים מקור מים חשוב ומרכזי במשק המים. נכון להיום, כמעט 90% מהמים המותפלים מופקים בחמישה מתקנים להתפלת מי ים, והשאר מופקים במתקנים להתפלת מי תהום מליחים (רובם בערבה). כל מתקני ההתפלה, למעט מתקן פלמחים שבבעלות בלוג'ן, הוקמו בשיטת BOT (Build, Operate, Transfer) שבה הזכיין מתכנן, בונה ומתפעל את המתקן למשך 25 שנים, שבסיומן עובר המתקן לבעלות המדינה. מתקן ההתפלה בפלמחים הוקם בשיטת BOO (Build, Operate, Own), המתקן נשאר בבעלות הזכיין בסוף התקופה. בלוג'ן הינה אחד משני שחקני ההתפלה המובילים בישראל, ונכון להיום נתח השוק שלה בתחום התפלת מי ים מוערך בכ-24%.

- השבת קולחים - במדינת ישראל נוצרים מדי שנה כ-693 מלמ"ק שפכים. 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 2023 נצרכו כ-537 מלמ"ק³ של מי קולחין, כ-83% מתוכם שימשו לצרכים חקלאיים. בלוג'ן הקימה ומפעילה מט"ש⁴ 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.

- טיוב מי בארות⁴ - 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 השתיה.

³ סקר צריכת המים לשנת 2023 – רשות המים.

⁴ המידע להלן מאתר רשות המים: https://www.gov.il/he/departments/policies/tube_wells

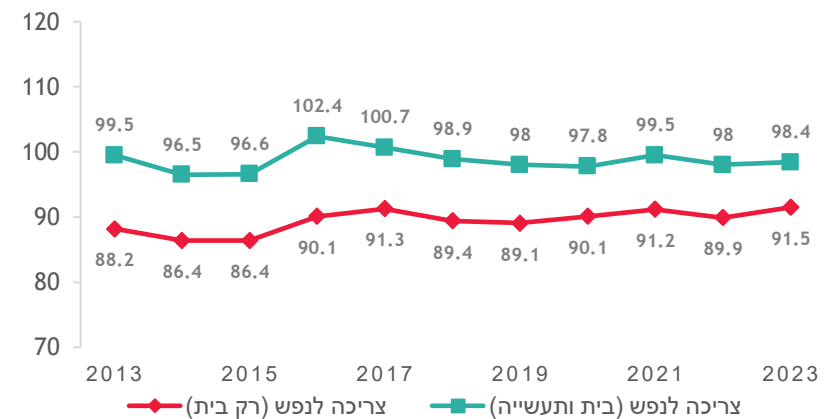
הסביבה העסקית

שוק המים בישראל (המשך)

בנוסף לאמור, 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 חומר הגלם העיקרי הינו מי מקורות, כאשר במפעלים מסוימים נעשה שימוש גם במים מותפלים או מי בארות. מים אלה מטופלים על ידי מספר מערכות טיוב בהתאם לדרישת התעשייה הרלוונטית. יצוין, כי בתחום המים לתעשייה ישנה מגמת קיטון לאור צמצום מפעלי התעשייה בישראל, למעט בתחום המים לתחנות כוח שעודנו נמצא בצמיחה.

ביקוש וצריכת המים בישראל

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



צריכת המים הסגולית מחושבת כסה"כ צריכת המים השפירים למגזר הביתי (כל צריכה שאינה חקלאית) מחולקת לאוכלוסייה. בתכנית 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 התכנית, 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.

במהלך 2018 החליטה הממשלה על תוכנית אסטרטגית להתמודדות עם תקופות בצורת במשק המים בשנים 2018 – 2030. החלטה זו כוללת בין היתר, הנחיה להיערך להגדלת כושר ייצור המים הקיים באמצעות מתקני התפלה, כך שההיקף הכולל של מי ים מותפלים בשנת 2030 יעמוד על 1,100 מלמ"ק בשנה.

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).

הסביבה העסקית

שוק המים בישראל (המשך)

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.

את תעריפי המים קובעת רשות המים והם אחידים לכל הצרכנים (בין אם מקבלים את השירותים מתאגיד המים ובין אם מהרשויות המקומיות), והם כוללים גם את אגרת הביוב.

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.

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 2021 חברת מקורות סיפקה 39% מהמים בישראל וכ-79% מהצריכה הביתית.

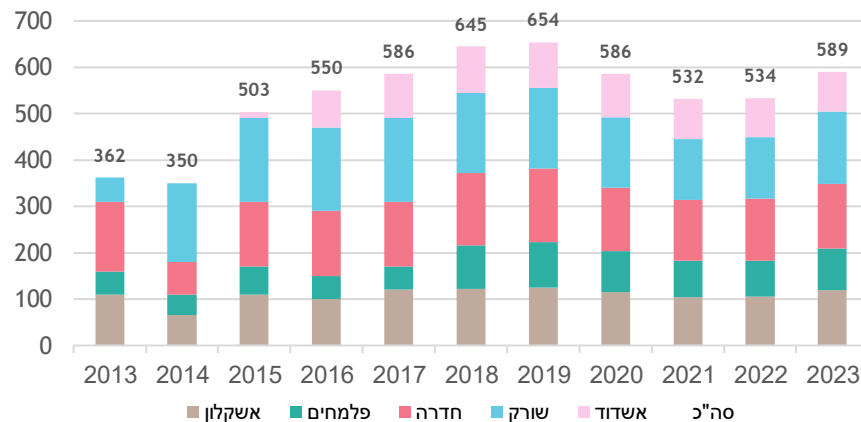
הסכם אספקת מים מותפלים לירדן

הסכם השלום שנחתם מול ירדן ב-1994 כלל התייחסות מקיפה לחלוקתם של משאבי המים, וקבע בין השאר כי ישראל תעביר מדי שנה 50 מלמ"ק של מים לירדן במחיר עלות. ב-2021 הכפילה ישראל את הכמות, וחתמה עם ירדן על הסכם שבו היא מספקת לממלכה 50 מלמ"ק נוספים (100 מלמ"ק סך הכל) ברבות השנים נעשו ניסיונות להרחיב את שיתופי הפעולה בתחום המים, מספר פרויקטים משמעותיים מהסוג הזה קודמו, אך לא הושלמו.

ההסכם שנחתם אז היה לתקופה של שלוש שנים והגיע לסיומו במאי 2024. למרות בקשתה הראשונית של ירדן להארכת ההסכם בחמש שנים נוספות, הוחלט על הארכה מוגבלת של חצי שנה בלבד. נכון למועד זה, אין מידע זמין לגבי המשך ההסכם מעבר לתקופת הארכה המוגבלת שהוסכמה.

התפלה לאורך השנים

בשנת 2023 הופקו בישראל כ-589 מלמ"ק מים מותפלים לעומת כ-534 וכ-532 מלמ"ק בשנים 2022 ו-2021 בהתאמה. להלן כמויות המים שהותפלו בשנים 2013-2023 בפילוח לפי מיקום המתקן בו בוצעה ההתפלה:



הסביבה העסקית

התפלת מים בישראל

היות שבִּישראל שורר מחסור במים טבעיים, מים מותפלים הם מקור חשוב ומרכזי במשק המים. 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. עד אוקטובר 2015 החלו לפעול בנוסף עוד ארבעה מתקנים להתפלת מי ים: פלמחים (2007), חדרה (2009), שורק (2013) ואשדוד (2015); נוסף עליהם פועלים ברחבי ישראל עוד כמה מתקני התפלת מים מליחים, שמפיקים כמה עשרות מל"ק נוספים בשנה. להערכת החברה, כמות המים השנתית המותפלת במתקני ההתפלה שבהחזקתה (פלמחים ואשדוד), מהווה כ-30% מכמות המים של כלל מתקני ההתפלה בישראל.

רוב מתקני ההתפלה הוקמו בשיטת BOT (Build, Operate, Transfer), שבה הזכיין מתכנן, בונה ומפעיל את המתקן למשך תקופה, ובסיומה עובר המתקן לבעלות המדינה. המתקן בפלמחים הוקם בשיטת BOO ויישאר בבעלות הזכיין בסוף תקופת הזכינות.

בנוסף, מוקמים בימים אלו שני מתקנים נוספים: שורק 2 שיספק 200 מיליון מ"ק בשנה, אשר נמצא בשלבי הקמה מתקדמים וגליל מערבי שיספק עוד 100 מיליון מ"ק בשנה, אשר נמצא בתחילת הקמתו וצפוי להתחיל לפעול בשנת 2027.

בשנת 2021 הכריזה רשות המים כי היא מתחילה בהאצת תכנית סטטוטורית לתכנון מתקן התפלה שמיני במדינת ישראל אשר עתיד לקום באזור עמק חפר שבשרון. הספק של המתקן המתוכנן הוא 400 מיליון מ"ק לשנה.

במהלך פברואר 2024 פורסם המכרז לשיפוץ, הרחבה ולהפעלה של מתקן ההתפלה באשקלון, שמגיע לסיום תקופת הזיכיון הראשונה שלו, ויוצא כעת למכרז BOT נוסף. במסגרת המכרז החדש, מבקשת המדינה כי הזכיין שיזכה בו יגדיל משמעותית את נפח המתקן מכ-120 מל"ק בשנה כיום לכ-220 מל"ק.

יחד עם הדרישה להגדיל את אשקלון בעוד 100 מיליון מ"ק בשנה, כלל מתקני ההתפלה בישראל צפויים לספק ב-2030 כמיליארד מ"ק בשנה – כמעט כל היקף צריכת המים הצפויה למשקי הבית ולתעשייה בישראל בשנה זאת.

בצורת ישראל

כפי שעולה מנתונים שפרסמה רשות המים החורף האחרון היה מהשחונים ביותר שידעה ישראל במאה השנים האחרונות. במהלך העונה 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 – 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.

הסביבה העסקית

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.

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.

הסביבה העסקית

תחום פעילות טיפול בפסולת וקרקעות מזוהמות

בשנת 2023 נאספו ברשויות המקומיות בישראל כ-6.26 מיליון טונות פסולת מוצקה (פסולת ביתית, מסחרית וגזם). בשנים האחרונות חלה עליה קבועה בכמות הפסולת הנאספת (בעשר השנים האחרונות עלתה כמות הפסולת בכ-20.8%), הנובעת מגידול האוכלוסייה ומגידול כמות הפסולת לנפש ליום (שעלתה בעשור האחרון בכ-4%). 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 פסולות 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). בהמשך לכך, אישורה הממשלה הקמת מתקן השבת אנרגיה מפסולת באזור התעשייה נאות חובב, שייעודו לטפל בפסולת עירונית באזור הדרום שאינה ניתנת למיחזור. המכרז להקמת המתקן והפעלתו כאמור צפוי להיות מסוג PPP, ובולג'ן יחד עם דקל תשתיות וקבוצת שפיר, הגישה הצעה במסגרת הליך המיון המוקדם, יחד עם חמש קבוצות נוספות, כאשר נכון לרבעון הראשון של 2025, החברה עברה את שלב ההליך מיון המוקדם כאמור, יחד עם ארבעה חברות נוספות שניגשו למכרז.
- הטמנה - הטמנת הפסולת נמצאת בעדיפות אחרונה בהיררכיית הטיפול בפסולת בשל עלותה הסביבתית הגבוהה. כיום מרבית הפסולת בישראל מוטמנת ב-13 אתרי הטמנה, רובם מרוכזים בדרום הארץ. להערכת החברה, היקף הפסולת המיועדת בכל שנה להטמנה בישראל עומדת על כ-4.7 מיליון טון.

מתקני פסולת בישראל

- **תחנות מעבר** - אתרים אליהן 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 התכנית האסטרטגית של המשרד להגנת הסביבה.
- **מתקני מיון** - מתקנים מתקדמים המהווים תחליף לתחנות מעבר, 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 התכנית האסטרטגית של המשרד להגנת הסביבה תומכת במעבר למתקנים אלה לצד סגירת תחנות המעבר.
- **קליטה וטיפול בפסולת הממוינת במפעלי המיחזור** - זרמי הפסולת הממוינת (בין אם מיונו 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.

הסביבה העסקית

תחום פעילות טיפול בפסולת וקרקעות מזוהמות (המשך)

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. סיכום זה יאפשר הקמת מתקנים מתקדמים לטיפול בפסולת, כאשר על פי המשרד להגנת הסביבה, נדרשים עוד 10 מתקני מיון ו-17 מתקני טיפול בפסולת אורגנית עד שנת 2035

למרות גידול מסוים בשיעור הפסולת הממוחזרת בשנים האחרונות, כ-75%-80% מהפסולת בישראל מוטמנת, זאת לעומת 40% במדינות ה-OECD, 53% בארה"ב ו-35% באירופה.

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

1. מניעת ייצור פסולת במקור והפחתת ייצור הפסולת 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 התכנית 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.

בתכנית 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 תשוער ליעדים שונים בהתאם לתכולת פחי המחזור, כאשר החומרים המתמחזרים ישוערו למתקני מיון, שם הם יופרדו לזרמים שונים: החומרים המתמחזרים יועברו למפעלי מחזור בישראל ובחו"ל, והחומרים הנחוצים (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). 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. התכנית האסטרטגית מגדירה כי עד הפיכת כלכלת מדינת ישראל לכלכלה מעגלית השואפת לאפס פסולת עד שנת 2050.

בחודש אוקטובר 2024 פרסם משרד האוצר טיוטת תכנית 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).

פרק 3

ניתוח דוחות כספיים

ניתוח דוחות כספיים

דוח על המצב הכספי (מאזן)

להלן מאזני חברת בלוג'ן המאוחדים* ומבוקרים לימים 31 בדצמבר 2023-2024 וליום 31 במרץ 2025 (אלפי ש"ח):

אלפי ש"ח	ביאור	31.12.23	31.12.24	31.03.25
התחייבויות שוטפות				
	חלויות שוטפות של התחייבות בין הסכמי חכירה	18,467	18,861	21,108
	חלויות שוטפות של התחייבויות מתאגידים בנקאיים ואחרים	116,074	117,169	116,297
	חלויות שוטפות של הלוואות מבעל מניות	4,477	9,486	7,548
	אשראי לזמן קצר מתאגידים בנקאיים	138,536	198,864	212,390
	ספקים ונותני שרותים	105,416	105,872	101,267
	זכאים אחרים	130,915	157,696	151,843
	חברת האם	3,927	2,459	775
	התחייבויות מסים שוטפים	444	902	1,135
	הפרשות	6,195	843	843
	סה"כ התחייבויות שוטפות	524,451	612,152	613,206
התחייבויות בלתי שוטפות				
	הלוואות מתאגידים מבנקים ואחרים	381,146	288,574	283,198
	הלוואות מבעלי מניות, לרבות מהחברה האם	126,032	136,517	130,356
	התחייבויות בגין הפסדי חברות מוחזקות המטופלות לפי שיטת השווי המאזני	-	4,175	-
	זכאים אחרים לזמן ארוך	66,333	68,890	71,298
	התחייבות בגין הסכמי חכירה	69,649	56,736	55,773
	התחייבויות מסים נדחים	116,429	121,592	123,464
	הטבות לעובדים	2,396	2,593	2,593
	סה"כ התחייבויות בלתי שוטפות	761,985	679,077	666,682
	הון עצמי	763,415	784,102	797,328
	סה"כ התחייבויות והון עצמי	2,049,851	2,075,331	2,077,216

אלפי ש"ח	ביאור	31.12.23	31.12.24	31.03.25
נכסים שוטפים				
	מזומנים ושווי מזומנים	31,388	64,559	39,427
	פקדונות בנקאיים	15,813	15,039	19,056
	לקוחות	158,436	172,846	206,588
	חייבים אחרים	110,364	90,108	83,842
	מלאי	29,930	30,806	29,539
	חלויות שוטפות של חייבים בגין הסדרי זיכיון	3,092	6,912	6,778
	נכסי מסים שוטפים	2,614	1,769	1,691
	נכסי חוזה	110,859	122,800	132,558
	סה"כ נכסים שוטפים	462,496	504,839	519,479
נכסים בלתי שוטפים				
	השקעות והלוואות בחברות מוחזקות המטופלות לפי שיטת השווי המאזני	223,691	276,992	275,095
	חייבים אחרים והלוואות לזמן ארוך	11,267	10,161	11,781
	חייבים בגין הסדרי זיכיון	34,526	31,719	30,943
	נכסי מסים נדחים	5,289	7,270	8,005
	הטבות לעובדים חייבים	220	220	220
	רכוש קבוע	526,742	497,103	490,027
	נכסי זכות שימוש	83,494	70,683	71,946
	נכסים בלתי מוחשיים	702,126	676,344	669,720
	סה"כ נכסים בלתי שוטפים	1,587,355	1,570,492	1,557,737
	סה"כ נכסים	2,049,851	2,075,331	2,077,216

*הדוחות המאוחדים כוללים איחוד של דרך הים, ק.מ.מ, חטיבת המים ושפכים וחטיבת הכימיקלים. כל שאר הנכסים העיקריים מטופלים על בסיס שווי מאזני.

ניתוח דוחות כספיים

ביאורים למאזן

(1) לקוחות – עיקר השינוי בסעיף הלקוחות הינו בגין מתקן התפלה דרך הים. חשבון יוצא למקורות אחת לחודשיים, כלומר בתום כל שלושה חודשים יתרת הלקוח מורכבת ממכירות שלושה חודשים.

(2) חייבים אחרים – מרבית הקיטון בין השנים נובע בשל קיטון ביתרות אשדוד, כתוצאה מקיטון במקדמות לספקים.

(3) נכסי חוזה – עיקר העלייה בין השנים נובעת מהתקדמות עבודות הקבלן באשדוד.

(4) אשראי לזמן קצר מתאגידים בנקאיים – מרבית הגידול ביום 31 במרץ 2025 לעומת 31 בדצמבר, 2024 נובעת מגידול באשראי בק.מ.מ. ובדרך הים בסך של כ-7 מיליון ש"ח ו-4 מיליון ש"ח, בהתאמה

מאזן כלכלי

דוחותיה המאוחדים של בלוג'ן כוללים את אלה של החברה ושל חברות הבת שלה, וכן את זכויותיה בחברות כלולות ובישויות בשליטה משותפת. חברות הבת של בלוג'ן בתחום המים ושפכים ובתחום הכימיקלים הן חברת סייקלין בע"מ וחברת וויסט קלין בע"מ (המהוות חלק מחטיבת הכימיקלים), חברת בלוג'ן תפעול מתקנים בע"מ וחברת אקוויז טכנולוגיות מים חכמות בע"מ (המהוות חלק מחטיבת המים והשפכים), חברת דרך הים התפלה (אחזקות) בע"מ, אשר מוחזקת במלואה על-ידי שותפות פלמחים (המוחזקת על-ידי החברה ב-51%) ומאוחדת במלואה וכן שותפות קבלן ההקמה של מתקן ההתפלה באשדוד אשר מאוחדת באיחוד יחסי. החברה, ביחד עם החברות המאוחדות שלה ללא דרך הים, ללא ק.מ.מ. וללא קבלן ההקמה של אשדוד, יקראו להלן ביחד: "**בלוג'ן סולו**", אשר מהווים למעשה את הפעילות של החברה הכוללת את חטיבת המים והשפכים וחטיבת הכימיקלים בלבד.

חוב נטו

בהתאם לניתוח שביצענו, להלן סעיפי החוב נטו של בלוג'ן סולו ליום 31 במרץ, 2025 (אלפי ש"ח):

אלפי ש"ח	31.03.25
מזומנים ובנקים	26,608
השקעות בניירות ערך ובפקדונות	7,566
נכס פיננסי לזמן קצר	6,778
נכס פיננסי לז"א	30,943
אשראי והלוואות לז"ק בנקים	(181,043)
חלויות שוטפות הלוואות מבנקים	(7,474)
הלוואות מבנקים בניכוי חלויות שוטפות	(23,630)
אחרים	6,705
נכס מס נדחה	22,502
סה"כ	(111,045)

הון חוזר

בהתאם לניתוח שביצענו, להלן סעיפי ההון החוזר התפעולי של בלוג'ן סולו ליום 31 במרץ, 2025 (אלפי ש"ח):

אלפי ש"ח	31.03.25
לקוחות	75,790
מקדמות מלקוחות	(41,626)
מלאי	19,681
עבודות קבלניות בביצוע	11,913
ספקים ונותני שרותים	(32,768)
הון חוזר אחר	(26,623)
סה"כ	6,367

הפסדים להעברה

נכון ליום 31 במרץ 2025 לחברה הפסדים להעברה בגובה של כ-105 מיליוני ש"ח.

ניתוח דוחות כספיים

דוח רווח והפסד

להלן דוחות רווח והפסד מאוחדים מבוקרים של החברה לשנים 2023-2024 ולרבעון הראשון לשנת 2025 (אלפי ש"ח):

אלפי ש"ח	2023	2024	2025 Q1
הכנסות	928,052	898,472	212,476
שיעור שינוי בהכנסות	39.6%	-3.2%	-5.4%
עלות המכר	(777,562)	(701,258)	(165,575)
רווח גולמי	150,490	197,214	46,901
שיעור רווח גולמי	16.2%	21.9%	22.1%
הוצאות מכירה ושיווק	(74,226)	(52,464)	(13,019)
הוצאות הנהלה וכלליות	(65,057)	(75,660)	(19,825)
הכנסות (הוצאות) אחרות	22,931	8,701	167
הוצאות מחקר ופיתוח	(513)	(418)	(92)
רווח תפעולי	33,625	77,373	14,132
שיעור רווח תפעולי	3.6%	8.6%	6.7%
הכנסות מימון	13,956	16,897	5,115
הוצאות מימון	(56,786)	(61,011)	(12,576)
חלק בתוצאות חברות מוחזקות המטופלות לפי שיטת השווי המאזני	13,279	15,670	562
רווח (הפסד) לפני מיסים על הכנסה	4,074	48,929	7,233
מיסים על הכנסה	(10,574)	(12,410)	(3,357)
רווח (הפסד) לתקופה	(6,500)	36,519	3,876

*לעניין תוצאות לא מבוקרות של המחצית הראשונה לשנת 2025 ראו נספח ב'

ביאורים לרווח והפסד

- הוצאות מכירה ושיווק – הקיטון בהוצאות המכירה והשיווק בשנת 2024 לעומת 2023 נובע בשל קיטון בשכר, משכורות והוצאות נלוות. ובנוסף הכרה בעלויות חד פעמיות בשנת 2023 בגין מכרז גליל מערבי.**
- הכנסות (הוצאות) אחרות – ההכנסות האחרות בשנים 2023-2024 וברבעון הראשון לשנת 2025 נבעו משינוי בשווי אופציית מכר לבעלי מניות המיעוט, הכנסות האחרות, דמי ניהול בדקל ורווח הון בק.מ.מ.**
- חלק בתוצאות חברות מוחזקות המטופלות לפי שיטת השווי המאזני – עיקר השינוי ברבעון הראשון בשנת 2025 נובע מהתייבבות בתוצאות פעילות מחזור הבקבוקים לאחר שתוצאות הפעילות בשנת 2024 היו גבוהות מהתוכנית העסקית.**

פרק 4

מתודולוגיה

מתודולוגיה

כללי

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

- שיטת היוון תזרימי המזומנים;
- שיטת ההשוואה לעסקאות דומות;
- שיטת השווי הנכסי.

גישת היוון תזרימי מזומנים

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

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

השלב השני, הינו היוון תזרימי המזומנים הנובעים מן המודל במחיר הון (ריבית), שנמצא מתאים לאופי הפעילות הנבחרת. 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 תזרימי המזומנים נמוכה יותר, כך יבחר מחיר הון גבוה יותר. ככל שמחיר ההון גבוה יותר, כך שווי התזרימים יהיה נמוך יותר.

גישת היוון תזרימי מזומנים (המשך)

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 בתזרימי המהוון (למשל תזרימי נבנה ל- 5 שנים ואילו הפעילות הכלכלית צפויה להמשך זמן רב יותר), התאמות שונות בגין סעיפים מאזניים קרי, הפחתה או הוספת ערכם של התחייבויות או נכסים עודפים לפעילות, שאינם נלקחים בחשבון במודל תזרימי המזומנים (למשל, ערכם של מזומנים עודפים יתווסף לשווי ואילו הלוואה שמשמשת למימון הפעילות תגרע מהשווי).

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

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

מתודולוגיה

שיטת ההשוואה לעסקאות דומות

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

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

יתרונותיה של השיטה בכך שהיא משקפת בצורה נאותה, דרך המחירים שנקבעו בפועל בין קונים ומוכרים מרצון, את כל הפרמטרים המשפיעים על השווי, ומונעת את הצורך להתבסס על תחזיות העלולות להיות שנויות במחלוקת. כמו-כן, התבססות על עסקאות, שמועד ביצוען סמוך למועד הערכת השווי, 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.

שיטת השווי הנכסי

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

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

IFRS13 מדידת שווי הוגן

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

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

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

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

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

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

מתודולוגיה

שיטת הערכת השווי שנבחרה

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

1. שיטת הויון 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 ניכין לאחר מס הנמצא מתאים לאופי הפעילות הנבחנת, ואשר משקף את רמת הסיכון הקיימת בה.
2. שיטת הויון תזרימי המזומנים לבעלי המניות (FCFE) – שיטה זו דומה במהותה לשיטת הויון תזרימי המזומנים (DCF), רק שבשיטה זו נלקחים בחשבון היבטי מימון.

נציין כי מאחר והערכת השווי מבוצעת ליום ה-30 ביוני, 2025 בהתבסס על הדוחות הכספיים ליום ה-31 במרץ, 2025, תחזיות תזרימי המזומנים בניתוחי ה-DCF (שיוצגו להלן) מתחילות במועד ה-31 למרץ 2025, אך במקביל מהווות ליום 30.06.25.

להלן שלבי הערכת השווי בשיטת הויון 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 הויון תזרימי המזומנים התפעולי ותזרימי ההשקעות, תוך שימוש במחיר הון משוקלל, המותאם לסיכון העסקי והפיננסי הכרוך בפעילות;

להלן שלבי הערכת השווי בשיטת הויון 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.

מתודולוגיה

קביעת מחיר ההון המשוקלל

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

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

הנוסחה לקביעת מחיר ההון המשוקלל של הפעילות הינה:

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

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

להלן פירוט המשתנים המשמשים לחישוב מחיר ההון המשוקלל של הפעילות:

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

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

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

Kd – עלות ההון הזר.

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

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

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 של מדינת ישראל למועד ההערכה ובהתאם למח"מ של הפעילות.

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 רגיש 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 הסיכון של מדינת ישראל הינה 6.05%.

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

מתודולוגיה

קביעת מחיר ההון המשוקלל

להלן ריכוז שיעורי ההיוון העיקריים בהם נעשה שימוש בעבודה זו:

ריכוז שיעור היוון	סוג	30.06.25
דרך הים - תקופת הרישיון הנוכחית	Ke	7.00%
דרך הים - ערך השייר	WACC	9.0%
דרך הים - O&M	Ke	10.25%
אשדוד (התפלה ותחנת כח)	Ke	14.5%
סמארט וויסט - זכיין	Ke	12.75%
דקל תשתיות	WACC	10.75%
ק.מ.מ	WACC	10.75%
חטיבת המים והשפכים	WACC	11.25%
חטיבת הכימיקלים	WACC	11.25%

להרחבה ראו נספח א'.

פרק 5

הערכת השווי

הערכת השווי

תמצית ממצאים

להלן טבלה המרכזת את סיכום הערכת השווי של חברת בלוג'ן ליום 30 ביוני, 2025:

אלפי ש"ח	ביאור	שווי ליום 30 ביוני, 2025	שיעור החזקה
שווי 51% דרך הים התפלה (אחזקות) בע"מ	(1)	160,805	51%
שווי 50% מתקן התפלה אשדוד	(2)	255,467	50%
זרוע הפסולת	(3)	827,474	-
שווי חטיבת המים והשפכים	(4)	232,962	100%
שווי פעילות הכימיקלים	(5)	132,534	100%
חוב נטו והתאמות	(6)	(104,654)	-
הכנסות שהתקבלו מבלוג'ן בניכוי הלוואות בעלים	(7)	(980)	-
סה"כ שווי חברה		1,503,609	
אחזקות ג'נריישן קפיטל בבלוג'ן		80.01%	
שווי אחזקות ג'נריישן קפיטל בבלוג'ן		1,203,037	

(*) (להשוואה להערכת שווי קודמת ראו עמוד 82

(**) חלקה של בלוג'ן בקבלני ההקמה בפרויקטים (EPC) נאמד בכ-112 מיליוני ש"ח וכלול בתוך שווי זרוע הפסולת ושווי מתקן ההתפלה באשדוד.

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, הינן בערכים נומינליים.
- **נכסי PPP (נכסי תשתיות 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.
- **אינפלציה** – הונח תחזיות אינפלציה לטווח ארוך של כ-2.4%.
- **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 2023 ו-2024 כפי שמופיעים לצד התזרימים העתידיים, מוצגים באותו אופן ולכן אינם זהים לנתונים המוצגים בדיווחי הקרן.
- **דמי ניהול לבעלי המניות** – התזרימים שהתקבלו על ידי הנהלת החברה הינם בנטרול דמי ניהול המשולמים לבעלי המניות. בהתאם גם מספרי ההשוואה לשנים 2023 ו-2024 כפי שמופיעים לצד התזרימים העתידיים מוצגים באותו אופן.

הערכת השווי

ביאור 1 - שווי דרך הים התפלה (אחזקות) בע"מ

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	198,810	א
דרך הים מפעיל	80,474	ב
התאמות מאזניות דרך הים אחזקות 31.12.2024	(7,542)	ג
חלוקות מדרך הים אחזקות ל GESM ברבעון ראשון 2025	(2,000)	ד
יתרות מאזניות שותפות GESM סולו 31.03.2025	896	ה
סה"כ שווי שותפות GESM	270,639	
חלקה של בלוג'ן	51%	
שווי לבלוג'ן	138,026	
שווי דמי הצלחה לשותף הכללי	22,626	
התחייבות GESM כלפי בלוג'ן	154	
סה"כ	160,805	

ביאור א' – שווי דרך הים זכ"ן

הנחות עבודה עיקריות

- **שיטת הערכה** - פעילות זו הוערכה בשיטת הויון תזרימי המזומנים לבעלי המניות (FCFE).
 - **שנות התחזית** – מייצגות את התקופה מיום 1 בינואר, 2025 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 (Ke), הינן בערכים נומינליים.
 - **שיעור היוון** – כאמור לעיל, שיעור ההיוון לבעלים (KE) שחושב הינו 7% לתקופת הזיכיון. בתקופת השייר עשינו שימוש בשיטת DCF והתזרימים התפעוליים הלא-ממונפים הונו בשיעור היוון תפעולי (WACC) של 9%.
- הערכת השווי של מתקן ההתפלה בפלמחים אינה מניחה הגדלת כמויות מעבר לכמות הקיימת (90 מיליון קוב). ככל ויוסכם על הגדלת כמויות, עשויה להיות לכך השפעה חיובית משמעותית על שווי המתקן.

הערכת השווי

ביאור 1 - שווי דרך הים התפלה (אחזקות) בע"מ (המשך)

הכנסות

בהתאם להסכם הזיכיון של חברת הזכיין לבין מדינת ישראל, זכאית חברת הזכיין לקבל מהמדינה תשלום הנחלק לשני מרכיבים: תשלום קבוע, שישולם בתמורה להעמדת יכולת זמינה, ותשלום משתנה, שישולם עבור כמויות המים המותפלים שיופקו למדינה בפועל.

התשלום המשתנה מורכב ממספר רכיבים אשר צמודים כל אחד למדד אחר: רכיב אנרגיה, ממברנות, פילטרים, כימיקלים ושונות. הרכיב הקבוע מהווה כ-42% מהכנסות החברה על פני שנות התחזית והרכיב המשתנה מהווה כ-58% מההכנסות.

הכמויות שנדרשו על-ידי המדינה עמדו על 78.3 מלמ"ק בשנת 2022 ו-90 מלמ"ק בשנים 2023-2024. יצוין כי שינוי בכמויות המים בין 78 מלמ"ק ל-90 מלמ"ק אינו משפיע משמעותית על רווחיות המתקן.

הוצאות תפעוליות

ההוצאות התפעוליות של החברה מורכבות מעלויות קבועות, עלויות משתנות וקנסות. ההוצאות הנוטות 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 2024, לחברת הזכיין הפסדים להעברה בגובה של כ-72 מיליוני ש"ח. בהתאם לכך, חברת הזכיין צפויה לשלם מס רק החל משנת 2026.

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-21 מיליון ש"ח. תחזית ההון החוזר נלקחה בהתאם להנחות החברה ולמפתחות הבאים:

- ימי לקוחות – 60
- ימי ספקים – 60

הנחות מרכזיות לעניין תחזיות הזכיין 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-40 מיליון ש"ח בשנה.

הערכת השווי

ביאור 1 - שווי דרך הים התפלה (אחזקות) בע"מ (המשך)

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 מכמותם 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-113 מיליוני ש"ח (שווי להיום), בהתאם להנחות הבאות שהתקבלו מהנהלת החברה:

- תעריף המים יעמוד על כ-2.2 ש"ח למ"ק.
- התאמת מחיר השכירות לתקופה שלאחר הסכם הזיכיון הקיים בהתאם למזכר ההבנות שנחתם עם בעל הקרקע.
- השקעה נדרשת של כ-473 מיליוני ש"ח בשנים 2027-2029, לטובת שיפוץ משמעותי למתקן ללא הגדלת כמות ייצור, וכוללת רכישת מנועי DD בהנעה ישירה שיאפשרו התייעלות אנרגטית למתקן.
- תקופת הפעלה נוספת של 25 שנה, עד לשנת 2054.
- כמו כן, נעשה שימוש בשיעור הון (WACC) של כ-9%.

הערכת השווי

ביאור 1 - שווי דרך הים התפלה (אחזקות) בע"מ (המשך)

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

אלפי ש"ח	2029	2028	2027	2026	2025
הכנסות					
הכנסות קבועות	32,938	103,008	105,502	111,636	109,194
הכנסות משתנות	42,543	146,370	156,018	174,802	171,016
סה"כ הכנסות	75,480	249,378	261,520	286,438	280,210
% שינוי	-7.2%	-4.6%	-8.7%	2.2%	6.3%
עלות מכר					
עלויות תפעוליות קבועות	(1,157)	(3,664)	(3,587)	(3,512)	(3,435)
עלויות תפעוליות משתנות	(42,744)	(128,240)	(146,461)	(164,153)	(163,158)
סה"כ עלות מכר	(43,901)	(131,904)	(150,048)	(167,665)	(166,593)
% מההכנסות	58.2%	52.9%	57.4%	58.5%	59.5%
רווח גולמי	31,580	117,474	111,472	118,773	113,617
שיעור רווח גולמי	41.8%	47.1%	42.6%	41.5%	40.5%
הוצאות מכירה, הנדסה וכלליות	(6,644)	(13,023)	(12,541)	(12,065)	(11,604)
הוצאות ביטוח	(906)	(2,675)	(2,619)	(2,564)	(2,992)
EBITDA	24,205	102,341	96,878	104,709	99,586
רווח תפעולי	24,030	101,775	96,312	104,144	99,021
שיעור רווח תפעולי	32.1%	41.0%	37.0%	36.6%	35.3%
הוצאות מס	(2,261)	(13,463)	(11,121)	(3,450)	—
רווח לאחר מס	21,769	88,312	85,191	100,694	99,021
שינוי בהון חוזר ופקדונות	15,447	(1,381)	3,874	298	2,952
פחת	176	565	565	565	565
החזרי ריבית על הלוואה	(94)	(1,496)	(4,130)	(6,827)	(9,397)
החזרי קרן הלוואה	(8,714)	(67,748)	(74,848)	(76,065)	(77,173)
תזרים מזומנים פנוי	28,583	18,253	10,653	18,664	15,968
% מההכנסות	37.9%	7.3%	4.1%	6.5%	5.7%
מזומנים ושוי מזומנים י.פ.	1,500	1,500	1,500	3,703	6,249
סה"כ מזומנים	30,083	19,753	12,153	22,367	22,217
מזומנים ושוי מזומנים (מוגבל) י.ס.	—	1,500	1,500	1,500	3,703
תזרים לבעלי המניות	30,083	18,253	10,653	20,867	18,515
תקופה להיוון					
	3.66	3.00	2.00	1.00	0.25
תזרים מהוון	23,479	14,900	9,304	19,502	18,204
שווי תזרים מהוון לבעלים (100%)	85,389				

* בהתאם להסכם הזכיון, בשנים 2027-2028 היקף ההכנסות יורד

** הזכיון הנוכחי מסתיים באפריל 2029

הערכת השווי

ביאור 1 - שווי דרך הים התפלה (אחזקות) בע"מ (המשך)

בהתאם לאמור, שווי הזכיון נאמד בכ- 199 מיליוני ש"ח, כדלקמן:

שווי תזרים מהוון לבעלים (100%)	85,389
ערך גרט	113,421
שווי הזכיון	198,810

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				
5.00%	6.00%	7.00%	8.00%	9.00%
202,174	200,461	198,810	197,219	195,685

סיכום

בהתבסס על עבודתנו והממצאים המפורטים בה, הגענו לכלל מסקנה כי שווי חברת הזכיון עומד על כ- 199 מיליוני ש"ח.

ביאור ב' - שווי דרך הים מפעיל

הנחות עבודה עיקריות

- שנות התחזית – מייצגות את התקופה מיום 1 בינואר, 2025 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 (Ke), הינן בערכים נומינליים.
- שיעור היוון (Ke) – כאמור לעיל, שיעור ההיוון לבעלים שחושב הינו 10.25% לתקופת הרישיון ו-12.5% לתקופת הגרט.

הכנסות

בדומה להכנסות פעילות הזכיון, גם למפעיל הכנסות ממרכיב קבוע וממרכיב משתנה. הכנסות אלו נגזרות מהוצאות התפעול וחלק מהוצאות האנרגיה של הזכיון. ההכנסות המשתנות הינן משתנות בהתאם לכמות המים המיוצרת והכנסות בגין התייעלות אנרגטית.

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 משמעותית בפעילות לאור ייצור עודף של 25 מלמ"ק למדינה ללא תמורה.

הערכת השווי

ביאור 1 – שווי דרך הים התפלה (אחזקות) בע"מ (המשך)

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

אלפי ש"ח	2025	2026	2027	2028	2029
הכנסות	166,028	172,699	155,086	136,939	46,318
שיעור שינוי בהכנסות	3.8%	4.0%	-10.2%	-11.7%	3.7%
הוצאות תפעוליות	(129,311)	(130,439)	(134,152)	(135,698)	(48,008)
% מהכנסות	77.9%	75.5%	86.5%	99.1%	103.6%
רווח גולמי	36,717	42,260	20,933	1,241	(1,690)
שיעור רווח גולמי	22.1%	24.5%	13.5%	0.9%	-3.6%
הוצאות מכירה הנהלה וכלליות	(7,516)	(5,764)	(5,884)	(6,006)	(1,895)
% מהכנסות	4.5%	3.3%	3.8%	4.4%	4.1%
תחזוקה	(2,664)	(506)	(513)	(521)	–
EBITDA	27,800	37,254	15,800	(4,022)	11,179
רווח תפעולי	26,537	35,990	14,536	(5,286)	(3,586)
שיעור רווח תפעולי	16.0%	20.8%	9.4%	-3.9%	-7.7%
הוצאות מס	(6,112)	(9,206)	(4,161)	–	–
רווח תפעולי לאחר מס	20,424	26,784	10,375	(5,286)	(3,586)
התאמות נוספות					
שינויים בהון חוזר	(7,050)	(1,274)	4,777	608	31,512
פחת	1,264	1,264	1,264	1,264	14,765
החזרי קרן וריבית	(161)	(230)	(190)	(169)	(208)
תזרים מזומנים פנוי	14,476	26,543	16,226	(3,583)	42,483
% מההכנסות	8.7%	15.4%	10.5%	-2.6%	91.7%
מזומנים ושווי מזומנים י.פ.	7,125	5,848	14,836	29,642	24,639
סה"כ מזומנים	21,601	32,391	31,062	26,059	67,122
מזומנים ושווי מזומנים (מוגבל) י.פ.	5,848	14,836	29,642	24,639	–
תזרים לבעלי המניות והלוואות בעלים	15,754	17,555	1,420	1,420	67,122
תקופה להיוון	0.25	1.00	2.00	3.00	3.66
תזרים מהוון	15,374	15,923	1,168	1,060	46,949
שווי תזרים מהוון לבעלים (100%)	80,474				

הערכת השווי

ביאור 1 – שווי דרך הים התפלה (אחזקות) בע"מ (המשך)

הוצאות מס

הוצאות המס חושבו בהתאם למודל הפיננסי שהתקבל מהנהלת החברה.

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				
12.25%	11.25%	10.25%	9.25%	8.25%
77,033	78,720	80,474	82,299	84,199

סיכום

בהתבסס על עבודתנו והממצאים המפורטים בה, הגענו לכלל מסקנה כי שווי חברת המפעיל עומד על כ-80 מיליוני ש"ח.

ביאור ג' – התאמות מאזניות

התאמות בין יתרות הפתיחה של ההון החוזר, המזומנים וההלוואות כפי שמופיעים במודל הפיננסי שהתקבל מהנהלת החברה ליום 31 בדצמבר 2024 לבין יתרות אלו במאזן המאוחד של דרך הים התפלה (אחזקות) בע"מ ליום זה. ההתאמות המאזניות כאמור עומדות על כ-7,542 אלפי ש"ח.

ביאור ד' – חלוקות מדרך הים אחזקות ל-GESM במהלך הרבעון ראשון 2025

מאחר והתבססנו על דוחות כספיים של דרך הים אחזקות ליום 31 בדצמבר 2024, הורדנו את החלוקות שהיא ביצעה במהלך הרבעון הראשון של שנת 2025 למעלה לשותפות GESM. חלוקות אלו עמדו על 2 מיליוני ש"ח.

ביאור ה' – יתרות מאזניות שותפות GESM סולו 31.03.2025

היתרות המאזניות הנוספות של שותפות GESM סולו ל-31 במרץ, 2025 עומדות על כ-1 מיליון ש"ח.

סיכום

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

שיעור היוון - זכין						
9.00%	8.00%	7.00%	6.00%	5.00%		
155,174	158,656	162,705	167,447	173,046	8.25%	שיעור היוון - מפעיל
154,205	157,688	161,736	166,479	172,077	9.25%	
153,275	156,757	160,805	165,548	171,146	10.25%	
152,380	155,862	159,911	164,653	170,251	11.25%	
151,519	155,001	159,050	163,793	169,391	12.25%	

הערכת השווי

ביאור 1 - שווי דרך הים התפלה (אחזקות) בע"מ (המשך)

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

אלפי ש"ח	2024	2023	2025	2026	2027	2028	2029
סה"כ הכנסות	272,987	264,889	280,210	286,438	261,520	249,378	75,480
עלות מכר והוצאות תפעוליות	(131,752)	(131,015)	(154,652)	(146,304)	(150,672)	(152,888)	(55,036)
EBITDA	143,064	135,703	127,387	141,963	112,677	98,319	35,385
רווח תפעולי	141,235	133,874	125,558	140,134	110,848	96,490	20,444
שיעור רווח תפעולי	51.7%	50.5%	44.8%	48.9%	42.4%	38.7%	27.1%

- שורת ההכנסות מייצגת את הכנסות הזכ"ן בלבד.
- ה-EBITDA והרווח התפעולי לשנות התחזית הן חיבור של התחזית של הזכ"ן והתחזית של המפעיל.
- ה-EBITDA והרווח התפעולי לשנים 2023-2024 הן 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.
- הירידה ב-EBITDA וברווח התפעולי בשנת 2025 לעומת שנת 2024 נובעת בעיקרה מגידול צפוי בהוצאות האנרגיה.

הערכת השווי

ביאור 2 – פרויקט אשדוד

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

אלפי ש"ח	שווי אשדוד	ביאור
שווי אשדוד - התפלה ותחנת כוח (זכ״ן, EPC ו-O&M)	722,036	א
אחזקות בלוג'ן באשדוד	50%	
שווי לבלוג'ן	361,018	
התאמות מאזניות	(105,551)	ב
סה"כ	255,467	

ביאור א' – שווי מתקן התפלה ותחנת כח

הנחות עבודה עיקריות

- ישויות - הפרויקט באשדוד כולל את "שותפות הרכישה", המוחזקת 50/50 ביחד עם שפיר, אשר זו רכשה את חברת הזכ״ן ואת חברת קבלן התפעול מאת מקורות. כמו כן, הפרויקט כולל החזקה בקבלן ההקמה, קבלן התפעול וזכ״ן תחנת הכח, אשר הינן חברות אחות של שותפות הרכישה, וגם הן מוחזקות 50/50. הערכת השווי המוצגת לעיל כוללת את כל הישויות האמורות ביחד. קבלן ההקמה אחראי גם על תהליך השיפוץ של מתקן ההתפלה, וגם על הקמת תחנת הכח שטרם התחילה נכון למועד הערכת השווי.
- שיטת הערכה** - פעילות זו הוערכה בשיטת הון תזרימי המזומנים לבעלי המניות (FCFE).
- שנות התחזית** – מייצגות את התקופה מיום 1 באפריל, 2025 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 הכח, לקבלן ההקמה ולקבלן התפעול ועומד על כ- 14.5%.
- תחזית השקעות** – בהתאם לתחזית מעודכנת שהתקבלה מהנהלת החברה, של היקף ההשקעות לצורך שיקום ההתפלה והקמת תחנת הכח.
- 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 בכשנה וארבעה חודשים (שניהם יסתיימו ביום 31 בדצמבר, 2044). בהתאם לכך, צפויה החברה לבצע מהלך של מימון מחדש לקראת סוף שנת 2025, שבמסגרתו תמשיך חוב נוסף.

הערכת השווי

ביאור 2 – פרויקט אשדוד (המשך)

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 מיידיית אשר מכתבת עם הרצון של רשות המים להרחבת הכמויות במתקנים הקיימים.

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

שנות התחזית - מייצגות את התקופה מיום 1 באפריל, 2025 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 2026 בכ- 303 מיליוני ש"ח. לאורך שנות התחזית ההכנסות הקבועות נאמדות בכ- 45% (בממוצע) מסך ההכנסות. התחזית אינה לוקחת בחשבון הגדלת כמויות המים וזאת למרות הפנייה שהתקבלה מרשות המים לבחינת הגדלת כמויות וכן קיומה של תשתית קיימת במתקן להגדלת כמויות ללא השקעה מהותית כאמור לעיל. ככל ויוסכם על הגדלת כמויות, עשויה להיות לכך השפעה חיובית משמעותית על שווי המתקן.

הוצאות תפעוליות – מרבית ההוצאות התפעוליות, כ-71%, הינן הוצאות אנרגיה משתנות בגין רכישת חשמל עבור המתקן – המסופק על ידי מנועי ה DD של תחנת הכוח.

שינויים בהון חוזר – תחזית ההון החוזר נלקחה בהתאם להנחות החברה ולמפתחות הבאים:

- ימי לקוחות – 30
- ימי ספקים – 30

תחנת כח

במהלך תקופת ההקמה תקינים 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, 2025 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-76% 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, דיזל, וכ-8% עלויות שונות נוספות.

שינויים בהון חוזר – תחזית ההון החוזר נלקחה בהתאם להנחות החברה ולמפתחות הבאים:

- ימי לקוחות – 30
- ימי ספקים – 30

הערכת השווי

ביאור 2 – פרויקט אשדוד (המשך)

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

אלפי ש"ח	2025 Q2-Q4	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	2037	2038	2039	2040	2041	2042	2043	2044
הכנסות	270,408	410,703	504,086	520,539	536,560	540,064	557,232	568,560	580,381	599,851	604,922	616,368	630,897	639,117	651,675	657,479	670,814	683,286	697,004	719,055
הוצאות תפעוליות	(154,277)	(218,983)	(276,755)	(279,711)	(286,607)	(295,369)	(296,798)	(304,807)	(313,582)	(310,805)	(335,713)	(326,327)	(328,497)	(340,446)	(348,042)	(360,355)	(359,831)	(367,480)	(372,776)	(385,787)
EBITDA	116,130	191,720	227,331	240,828	249,953	244,695	260,434	263,753	266,799	289,046	269,209	290,041	302,401	298,670	303,633	297,124	310,983	315,806	324,228	333,268
הוצאות מס	–	–	–	–	–	(2,084)	(1,971)	(14,630)	(18,442)	(19,263)	(23,324)	(20,449)	(24,928)	(26,880)	(29,476)	(27,361)	(31,614)	(33,052)	(34,013)	(38,410)
רווח לאחר מס	116,130	191,720	227,331	240,828	247,869	242,723	245,804	245,311	247,537	265,723	248,760	265,114	275,520	271,724	274,157	269,763	279,369	282,755	290,216	294,857
התאמות																				
השקעות	(194,722)	(110,042)	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–
שינויים בהון חוזר	(10,519)	(3,785)	(873)	(878)	(1,873)	461	(1,301)	(647)	(737)	(2,264)	171	(721)	(954)	559	(2,066)	377	(833)	(755)	(852)	44,632
תנועה בקרנות	–	(448)	(896)	1,090	(1,016)	653	330	(1,146)	(548)	(7,925)	9,689	(869)	(869)	1,198	(2,525)	3,035	(988)	(988)	1,362	860
שינויים ביתרת מזומנים	(44,122)	11,115	25,834	(196)	(200)	(205)	(210)	(215)	(220)	(225)	(230)	(236)	(241)	(247)	(253)	(259)	(265)	(271)	(278)	14,036
עמלות	–	(4,809)	(7,820)	(2,381)	(2,534)	(2,543)	(2,437)	(2,449)	(2,492)	(2,606)	(2,620)	(2,651)	(2,697)	(2,735)	(2,713)	(2,719)	(2,752)	(2,801)	(2,852)	(1,389)
משיכת חוב בכיר	581,613	38,420	215,400	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–
החזר קרן חוב בכיר	(75,493)	(82,631)	(98,096)	(112,726)	(122,868)	(125,280)	(125,342)	(131,004)	(137,195)	(145,735)	(155,938)	(164,671)	(174,385)	(183,818)	(186,661)	(191,683)	(205,744)	(215,925)	(227,195)	(147,667)
החזר ריבית חוב בכיר	(29,850)	(66,032)	(86,052)	(85,256)	(82,252)	(79,001)	(75,645)	(72,195)	(68,385)	(64,413)	(60,001)	(55,207)	(49,936)	(44,243)	(38,194)	(32,034)	(25,403)	(18,205)	(10,510)	(2,472)
תזרים לחלוקה	343,036	(26,492)	274,828	40,482	37,126	36,809	41,199	37,656	37,960	42,555	39,830	40,760	46,438	42,439	41,745	46,480	43,384	43,810	49,892	202,857
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	19.00
תזרים מהוון	331,650	(23,146)	209,786	26,998	21,633	18,739	18,324	14,633	12,888	12,623	10,323	9,229	9,187	7,335	6,304	6,132	5,001	4,412	4,390	15,595
שווי אשדוד	722,036																			

* תחנת הכוח צפויה להתחיל לפעול באמצע שנת 2026

הערכת השווי

ביאור 2 – פרויקט אשדוד (המשך)

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-105 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-255 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				
16.5%	15.5%	14.5%	13.5%	12.5%
237,160	245,905	255,467	265,959	277,516

הערכת השווי

ביאור 3 – זרוע הפסולת

כאמור לעיל בלוג'ן צפויה לשלוח בזרוע הפסולת עם כ-77% מהאחזקות (לפני התאמות), ובנוסף תשלם ל-YSB סכום השווה ל-5% מערך דקל תשתיות בתמורה לפרמיית שליטה. ל-YSB תוענק אופציית מכר למכירת אחזקותיה בזרוע הפסולת.

פעילותה של הזרוע נעשית כיום באמצעות סמארט וויסט (50%) דקל (50%) וק.מ.מ (100%).

הערכת השווי של הזרוע בוצעה על בסיס עצמאי וללא הכללת סינרגיות פוטנציאליות הצפויות להתממש בעקבות המיזוג, וזאת מאחר שהמיזוג טרם הושלם במועד הקובע להערכת השווי. לסינרגיות כאמור פוטנציאל משמעותי להעלאת ערך הזרוע.

להלן שווי החזקות בלוג'ן בזרוע הפסולת:

נכס	ביאור	שווי	שיעור החזקה	חלק בלוג'ן	שווי זרוע הפסולת
סמארט וויסט אקו בע"מ	א	400,854	50%	200,427	200,427
דקל תשתיות (2001) בע"מ	ב	507,811	50%	253,905	507,811
ק.מ.מ מפעלי מחזור	ג	448,559	100%	448,559	448,559
תשלום בעבור רכישת 25% מק.מ.מ	ד	-	-	(55,417)	-
תמורה מותנית סייקל	ה	-	-	(20,000)	-
סה"כ		1,357,223		827,474	1,156,796

(*) שווי זרוע הפסולת לאחר רכישת דקל קרי החזקה של 100% במניות דקל, נאמדת בכ-1,157 מיליוני ש"ח.

(**) שווי זרוע הפסולת כולל את ההחזקה בקבלני ההקמה (EPC) של פרויקטי סמארט ודיה.

הערכת השווי

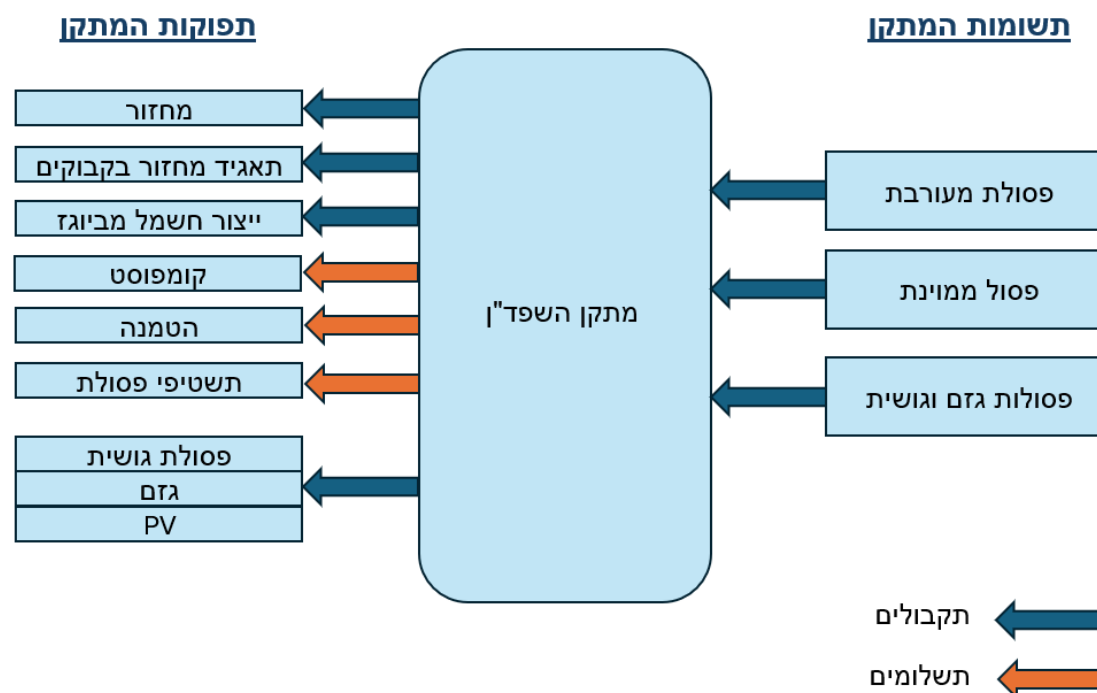
ביאור 3 – זרוע הפסולת (המשך)

ביאור א' – סמארט וויסט אקו בע"מ

כללי

נכון למועד הערכת השווי, המתקן נמצא בשלב עבודות ההקמה לאחר שקיבל אישורים מהמדינה, כאשר בהתאם להנהלת החברה ובהתבסס על יועציה הטכניים, הקמת המתקן צפויה להימשך כ-3.5 שנים (מתוכם חלפו שנתיים) שלאחריה הפרויקט יופעל במשך 25 שנה, בהתאם להסכם ה-BOT, כך שהפרויקט יסתיים בשנת 2051. בהערכת שווי זו, מוצגים תזרימי המזומנים בתקופות שנתיות, כאשר טווחי התקופות הינן מחודש דצמבר עד חודש נובמבר בשנה העוקבת, בהתאם למודל הפיננסי שהתקבל מהחברה.

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



הערכת השווי

ביאור 3 – זרוע הפסולת (המשך)

הנחות עיקריות

- **תקופת התזרים – 1.5 שנות הקמה ו-25 שנות הפעלה**, עד לשנת 2051;
- **שיעור היוון (Ke)** - שיעור של 12.75% לזכיין ו-10.75% לקבלן ההקמה והתפעול (להרחבה ראה פרק מתודולוגיה); שיעור היוון משוקלל שנאמד בכ-12.6%.
- **קיבולת המתקן – כ-406 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.
 - תשלומים מתוך מענקי מיחזור, 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 ורמת ההכנסות תפחת מהרף שנקבע על ידי המזמין.
 - הכנסות בגין מיחזור בקבוקי פלסטיק מכוח חוק הפיקדון.
- **הוצאות – בהתאם למבנה העסקי של הפרויקט, להלן סוגי ההוצאות בפרויקט:**
 - **תפעול ותחזוקת המתקן (O&M)** – ביצוע כלל עבודות התפעול והתחזוקה הנדרשות במפעל והיפטרות מתשטיפים, תמיסות של חומרים שונים המצויים בפסולת או הנוצרים במהלך התפרקותה. הוצאות ה-O&M כוללות מרכיב קבוע ומרכיב משתנה. סך הוצאות הזכיין מתוקצבות בסכום של כ-154 מיליוני ש"ח בשנת 2026 וצמודות למדד המחירים לצרכן.
 - **הוצאות הטמנה** – יתרת הפסולת אשר לא נעשה בה שימוש מועברת לאתר הטמנה, כאשר ישנן עלויות בגין ההטמנה כגון – היטל הטמנה, מחיר השער (Gate Fee) שגובה המטמנה וכן עלויות הובלה למטמנה;

הערכת השווי

ביאור 3 – זרוע הפסולת (המשך)

- **עלות הקמה (CapEx)** – עלויות ההקמה בפרויקט צפויות לעמוד על סכום של כ-1,053 מיליוני ש"ח (נטו מהתייקרויות שיפוצו על ידי המדינה, לא כולל התייקרויות נוספות בהיקפים משמעותיים שנבעו בגין נזקי המלחמה והונח שיפוצו על ידי המדינה מכוח הסכם הזיכיון). עד חודש אפריל 2025 הושקעו בפרויקט כ-510 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 והפער בתזרים ייסגר כנגד הזרמת הון על ידי הבעלים.
- **פיצויים** - כחלק מהשפעות המלחמה על כלל תחום הקמת פרויקט תשתית בישראל, חלה התייקרות בעלויות ההקמה של הפרויקט. הונח שיפוי חלקי מהמדינה בגין הגידול בעלויות שמקורו במלחמה.
- **רווח מפעיל** – הונח שיעור רווחיות של 5% בהתאם לתחזית החברה ומבלי לקחת בחשבון התייעלות תפעולית עתידית ושיפורים טכנולוגיים.

הערכת השווי

ביאור 3 – זרוע הפסולת (המשך)

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

אלפי ש"ח	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	2037	2038
הכנסות	–	118,954	249,035	346,412	270,932	294,964	318,412	325,393	332,147	339,975	349,406	359,158	369,244	379,676
הוצאות תפעוליות	–	(75,917)	(154,157)	(156,764)	(159,418)	(170,135)	(181,153)	(184,864)	(188,653)	(192,521)	(196,472)	(200,505)	(204,623)	(208,828)
EBITDA	–	43,037	94,878	189,648	111,514	124,829	137,259	140,529	143,494	147,454	152,934	158,654	164,621	170,848
תשלומי ריבית ועמלות	(25,132)	(50,411)	(63,488)	(56,314)	(48,322)	(46,807)	(45,894)	(44,951)	(43,600)	(42,429)	(41,579)	(40,139)	(38,952)	(37,843)
רווח לפני מס	(25,132)	(7,374)	31,390	133,334	63,192	78,021	91,365	95,578	99,893	105,025	111,355	118,515	125,670	133,004
הוצאות מס	–	(3,741)	(4,434)	(5,632)	(5,187)	(8,773)	(12,126)	(13,426)	(14,516)	(15,696)	(17,152)	(18,799)	(20,444)	(22,131)
רווח תפעולי לאחר מס	(25,132)	(11,115)	26,956	127,702	58,005	69,249	79,239	82,152	85,378	89,329	94,203	99,716	105,225	110,873
התאמות לתזרים מזומנים														
שינויים בהון חוזר	–	(24,018)	(3,846)	(5,864)	(1,205)	(4,247)	(1,138)	(1,125)	3,229	(725)	(2,165)	(2,124)	(2,045)	(2,176)
השקעות, לפני התייקרויות ובקיזוז מענקים	(177,591)	(228,070)	(18,105)	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–
תנועות בקרן ההלוואות	199,253	266,078	(3,481)	(283,877)	(25,400)	(13,143)	(15,311)	(17,467)	(18,910)	(12,957)	(14,785)	(14,745)	(14,574)	(17,904)
מזומנים י.פ.	2,592	3,192	6,066	6,209	6,356	6,506	6,659	6,817	6,977	7,142	7,311	7,483	7,660	7,841
מזומנים י.ס.	3,192	6,066	6,209	6,356	6,506	6,659	6,817	6,977	7,142	7,311	7,483	7,660	7,841	8,026
תזרים פנוי לבעלים	(4,070)	0	1,380	(162,185)	31,250	51,704	62,633	63,399	69,532	75,478	77,080	82,671	88,425	90,608
רווח מפעיל וקבלן	7,665	8,158	2,981	3,041	3,107	3,224	3,340	3,408	3,477	3,548	3,620	3,694	3,769	3,846
תזרים להיוון	3,596	8,158	4,361	(159,144)	34,357	54,929	65,973	66,807	73,010	79,026	80,700	86,365	92,195	94,454
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	3,490	7,242	3,437	(111,359)	21,343	30,294	32,303	29,041	28,176	27,076	24,547	23,322	22,103	20,104

(*) שנת 2026 כוללת 6 חודשי הפעלה בלבד על פי צפי סיום הקמה.

(**) שנת 2028 כוללת פירעון מלא של הלוואת ה-EBF

(***) בשנת 2030 ישנה הנחה של הגדלת כמויות הפסולת למיון בהתאם לתנאי הזיכיון

הערכת השווי

ביאור 3 – זרוע הפסולת (המשך)

להלן המשך תחזית תזרים המזומנים (אלפי ש"ח):

אלפי ש"ח	2039	2040	2041	2042	2043	2044	2045	2046	2047	2048	2049	2050	30.05.51
הכנסות	390,465	401,625	413,168	425,110	437,463	450,244	463,466	464,009	464,562	478,578	493,089	508,112	215,599
הוצאות תפעוליות	(213,122)	(217,506)	(221,982)	(226,553)	(231,221)	(235,987)	(240,854)	(245,824)	(250,899)	(260,388)	(270,140)	(275,751)	(117,126)
EBITDA	177,343	184,119	191,186	198,557	206,242	214,256	222,612	218,185	213,663	218,190	222,949	232,361	98,473
תשלומי ריבית ועמלות	(36,484)	(34,948)	(32,919)	(30,650)	(28,018)	(25,071)	(21,555)	(17,635)	(13,888)	(10,151)	(6,131)	(1,505)	–
רווח לפני מס	140,859	149,171	158,267	167,907	178,224	189,185	201,057	200,550	199,775	208,038	216,818	230,857	98,473
הוצאות מס	(23,938)	(25,850)	(27,942)	(30,159)	(32,532)	(35,053)	(37,783)	(37,667)	(37,489)	(39,389)	(41,409)	(44,637)	(18,419)
רווח תפעולי לאחר מס	116,921	123,321	130,326	137,748	145,692	154,132	163,273	162,883	162,286	168,649	175,409	186,219	80,054
התאמות לתזרים מזומנים													
שינויים בהון חוזר	(2,257)	(2,353)	(2,444)	(2,541)	(2,536)	(8,142)	(13,766)	(1,514)	(8,460)	2,165	(8,663)	59,369	38,592
השקעות, לפי התייקרויות ובקיצוז מענקים	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–
תנועות בקרן ההלוואות	(21,588)	(25,528)	(30,056)	(34,912)	(40,130)	(45,794)	(52,104)	(53,727)	(50,001)	(54,928)	(53,486)	(27,524)	–
מזומנים י.פ.	8,026	8,215	8,409	8,607	8,810	9,018	9,231	9,449	9,672	9,900	10,134	10,373	(0)
מזומנים י.ס.	8,215	8,409	8,607	8,810	9,018	9,231	9,449	9,672	9,900	10,134	10,373	–	–
תזרים פנוי לבעלים	92,887	95,246	97,627	100,091	102,818	99,984	97,185	107,419	103,597	115,652	113,022	228,437	118,646
רווח מפעיל וקבלן	3,924	4,004	4,086	4,169	4,255	4,341	4,430	4,521	4,613	4,708	4,804	4,662	1,896
תזרים להיוון	96,811	99,250	101,713	104,261	107,072	104,326	101,616	111,940	108,211	120,360	117,826	233,099	120,542
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	25.71
תזרים מהוון	18,293	16,650	15,148	13,786	12,569	10,872	9,402	9,195	7,891	7,792	6,772	11,894	5,655

שווי תזרים מהוון לבעלים (100%)	307,036
התאמות מאזניות	93,817
שווי סמארט וויסט	400,854
שווי בלוג'ן (50%)	200,427

כפי שניתן לראות שווי סמארט וויסט נאמד בכ-401 מיליוני ש"ח, כאשר חלקה של בלוג'ן 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.

הערכת השווי

ביאור 3 – זרוע הפסולת (המשך)

סיכום

בהתבסס על עבודתנו והממצאים המפורטים בה, הגענו לכלל מסקנה כי שווי חלקה של בלוג'ן בפרויקט סמארט וויסט נאמד בסכום של כ-200 מיליוני ש"ח.

ניתוח רגישות

להלן ניתוח רגישות המראה את ההשפעה של שינוי של כ- 1% בשיעור ההיוון של הזכיין ושל קבלן ההקמה והתפעול על שווי אחזקות החברה בסמארט וויסט (באלפי ש"ח):

שיעור היוון - זכיין						
14.75%	13.75%	12.75%	11.75%	10.75%		
170,545	185,734	203,338	223,812	247,710	8.75%	שיעור היוון - מפעיל וקבלן
168,990	184,179	201,783	222,257	246,155	9.75%	
167,633	182,823	200,427	220,900	244,799	10.75%	
166,445	181,634	199,238	219,712	243,610	11.75%	
165,398	180,588	198,191	218,665	242,563	12.75%	

הערכת השווי

ביאור 3 – זרוע הפסולת (המשך)

ביאור ב' – דקל תשתיות (2001) בע"מ

להלן טבלה המרכזת את סיכום הערכת השווי של דקל תשתיות:

אלפי ש"ח	דקל תשתיות	ביאור
גרין נט + גרינסויל	425,042	א
חוב נטו דקל תשתיות	(62,326)	ב
דיה (זכיון, EPC ו-O&M)	115,206	ג
חירייה	29,889	ד
סה"כ	507,811	
חלקה של בלוג'	50%	
שווי לבלוג'	253,905	

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 מס** – שיעור המס בתחזית תזרים המזומנים הינו 23%, שיעור מס החברות בישראל הידוע למועד ההערכה.
 - שנות התחזית** – מייצגות את התקופה מיום 1 באפריל, 2025 ועד ליום 31 בדצמבר, 2048 ואת השנה הטרמינלית עבור פעילות גרינסויל, עד 31 בדצמבר, 2049 עבור מתקן גרין נט ופרויקט דיה וחירייה בהתאם לתקופות הזיכיון שלהם.

ביאור א' – שווי גרין נט וגרינסויל

הכנסות

כאמור, התחזית מכילה בתוכה את פעילות גרין נט (להלן "המתקן"), ד.ט גרין נט השקעות וגרינסויל יחד. 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 באופן כמעט מלא 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.**

בנוסף, באמצעות גרינסויל החברה עוסקת בתחום הטיפול בבוצות ובאדמות מזוהמות ברמת חובב.

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 2026-2030 בכ- 4.4% (כ-2% ריאלי) בממוצע ובשנים 2031-2049 בכ- 2.4% (צמיחה בגובה האינפלציה) 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.

הערכת השווי

ביאור 3 – זרוע הפסולת (המשך)

הוצאות

עלויות החברה מורכבות מעלויות בגין טיפול בפסולת, עלויות הובלה, הטמנה, שכר ונלות, פחת, שכירות, ארנונה, חשמל ועוד. שיעור העלויות כאמור מסך ההכנסות בתחזית דומה לשיעור העלויות בפועל.

פחת ו-CapEx – בהתאם למודל הפיננסי שהתקבל מהחברה הפחת של קבוצת דקל נאמד בשנת 2026 בכ-6 מיליון ש"ח ו-יורד לכ-4.5 מיליון ש"ח בשנת 2027 ולאחר מכן כ-3 מיליון ש"ח בשנת 2031. החברה מניחה השקעות הוניות בסך של כ-7 מיליון ש"ח בשנת 2026 ולאחר מכן עלייה עד לכ-8 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 דקל (ללא דיה) נאמדת בכ-40 מיליון ש"ח.

שיעור הון (WACC) - כאמור לעיל, שיעור ההון שחושב הינו 10.75%.

הערכת השווי

ביאור 3 – זרוע הפסולת (המשך)

בהתבסס על ההערכות המפורטות לעיל ולהלן בהמשך הפרק, להלן מוצגת תחזית תזרים המזומנים של דקל תשתיות (פעילות גרין נט וגרינסויל יחד), באלפי ש"ח:

אלפי ש"ח	2023	בפועל 2024	2025	2025 Q2-Q4	2026	2027	2028	תחזית 2029	2030	2031	שווי שנים 2032 ואילך
הכנסות	218,374	255,780	267,671	200,753	280,467	293,095	306,335	320,218	332,004	340,026	
שיעור שינוי בהכנסות	-	17.1%	4.6%	-	4.8%	4.5%	4.5%	4.5%	3.7%	2.4%	
עלות המכר	(185,814)	(205,143)	(212,792)	(159,594)	(220,536)	(231,403)	(241,070)	(251,225)	(260,982)	(266,903)	
% מההכנסות	85.1%	80.2%	79.5%	79.5%	78.6%	79.0%	78.7%	78.5%	78.6%	78.5%	
רווח גולמי	32,560	50,637	54,879	41,159	59,931	61,693	65,265	68,993	71,023	73,123	
שיעור רווח גולמי	14.9%	19.8%	20.5%	20.5%	21.4%	21.0%	21.3%	21.5%	21.4%	21.5%	
הוצאות תפעוליות	(7,726)	(9,223)	(8,201)	(6,151)	(7,135)	(7,319)	(7,508)	(7,701)	(7,898)	(8,100)	
EBITDA	37,538	54,729	55,979	41,984	58,685	60,429	62,234	64,103	66,047	68,052	
רווח תפעולי	24,834	41,414	46,678	35,009	52,796	54,374	57,757	61,292	63,124	65,022	
שיעור רווח תפעולי				17.4%	18.8%	18.6%	18.9%	19.1%	19.0%	19.1%	
הוצאות מס				(8,052)	(12,143)	(12,506)	(13,284)	(14,097)	(14,519)	(14,955)	
רווח תפעולי לאחר מס				26,957	40,653	41,868	44,473	47,195	48,606	50,067	
התאמות											
שינויים בהון חוזר				1,808	(1,264)	(1,439)	(1,455)	(1,524)	(1,330)	(887)	
פחת והפחתות				6,976	5,890	6,056	4,477	2,811	2,923	3,030	
CapEx				(5,171)	(7,089)	(7,289)	(7,495)	(7,707)	(7,924)	(7,908)	
סה"כ התאמות				3,612	(2,463)	(2,672)	(4,472)	(6,420)	(6,332)	(5,765)	
סה"כ תזרים להיוון				30,569	38,189	39,195	40,001	40,775	42,274	44,302	
תקופה להיוון				0.25	1.00	2.00	3.00	4.00	5.00	6.00	
תזרים מהוון				29,798	34,483	31,956	29,447	27,103	25,372	24,008	222,875
סך תזרים מהוון גרין נט וגרינסויל				425,042							

* הגידול ברווח התפעולי בין 2025 ל- 2026 מיוחס ברובו לסיים ההפחתה של מתקן גרין נט.

הערכת השווי

ביאור 3 – זרוע הפסולת (המשך)

ביאור ב' – חוב נטו דקל תשתיות

סך החוב נטו של דקל תשתיות (במאוחד, כולל חוב פרויקטלי של דיה) נכון ל-31 במרץ 2025 עומד על סך של כ-83 מיליוני ש"ח, כדלקמן:

אלפי ש"ח	31.03.25
מזומנים ושווי מזומנים	24,389
אשראי לז"ק וחלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך	(34,314)
נגזרים	1,524
התחייבויות לתאגידים בנקאיים	(78,220)
התחייבויות בשל הטבות לעובדים	(188)
סה"כ	(86,809)
חוב זכיון דיה	(24,483)
חוב דקל תשתיות ללא דיה	(62,326)

כאמור, מדובר על החוב המאוחד, הכולל בין היתר את החוב של דקל סולו, וכן את החוב של גרין נט וגרינסויל ללא החוב של דיה.

ביאור ג' – שווי דקל דיה בע"מ

פרויקט דיה שהינו כאמור מתקן טיפול בפסולת אורגנית, התחיל הקמה בתחילת 2025. שווי חברה זו מורכב מתזרימי המזומנים של הזכיון, קבלן התפעול וקבלן ההקמה, והכל בהתבסס על המודלים הפיננסיים של החברה.

שנות התחזית – מיום ה-1 באפריל 2025 עד ליום 30 בספטמבר, 2052 בהתאם לתחזית חברת הזכיון.

שיעור היוון – שיעור היוון (Ke) משוקלל של הזכיון, המפעיל והקבלן הינו כ-14% ושיעור היוון קבלן הינו 11.25%.

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 הזכיון.

מענקי הקמה ותפעול – מבוססים במלואם על הסכם הזכיון.

עלות הקמה (CapEx) – עלויות ההקמה בפרויקט (לפי תקציב) צפויות לעמוד על סכום של כ-315 מיליוני ש"ח.

חוב הבכיר – משיכות ופירעונות בהתאם להסכם המימון החתום.

להלן טבלה המרכזת את סיכום הערכת השווי של דיה:

אלפי ש"ח	דיה
שווי דיה	102,944
התאמות מאזניות נוספות	12,262
סה"כ	115,206

בהתאם לכך, הגענו לכלל מסקנה כי שווי דקל דיה בע"מ עומד על כ-115 מיליוני ש"ח.

הערכת השווי

ביאור 3 – זרוע הפסולת (המשך)

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

אלפי ש"ח	2025 Q2-Q4	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	2037	2038
הכנסות	–	–	–	96,712	103,384	105,646	107,960	110,328	112,749	115,226	103,234	100,756	103,176	105,654
% שינוי	–	–	–	–	6.9%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%	-10.4%	-2.4%	2.4%	2.4%
עלויות תפעול	(2,363)	(2,537)	(2,179)	(64,828)	(65,791)	(66,263)	(67,808)	(69,389)	(71,006)	(72,662)	(63,565)	(65,327)	(66,835)	(68,379)
תזרים מזומנים תפעולי	(2,363)	(2,537)	(2,179)	31,884	37,593	39,383	40,153	40,938	41,743	42,564	39,669	35,429	36,341	37,276
שיעור רווח תפעולי	–	–	–	33.0%	36.4%	37.3%	37.2%	37.1%	37.0%	36.9%	38.4%	35.2%	35.2%	35.3%
הוצאות מס	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–
תזרים מזומנים תפעולי נקי ממס	(2,363)	(2,537)	(2,179)	31,884	37,593	39,383	40,153	40,938	41,743	42,564	39,669	35,429	36,341	37,276
הפקדות ומשיכות לקרן MRA	–	–	–	–	–	–	(3,204)	(3,204)	(3,204)	9,613	–	–	–	(3,773)
עלויות הקמה	(163,434)	(170,324)	(20,105)	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–
הוצאות הטמנה נוספות	–	–	–	–	–	–	–	–	–	(10,414)	–	–	–	–
מענקים	44,237	40,805	–	27,192	27,203	–	–	–	–	–	–	–	–	–
שינויים בהון חוזר	–	–	–	(5,960)	(149)	(152)	(156)	(160)	(164)	(168)	(1,435)	(208)	(213)	(218)
שינוי ביתרת מזומנים	–	–	(6,020)	(3,089)	(12,578)	18,236	(81)	(83)	(85)	(87)	(89)	(91)	(94)	(96)
תזרים מזומנים לפני מימון	(121,560)	(132,056)	(28,304)	50,027	52,069	57,467	36,711	37,491	38,290	41,508	38,145	35,130	36,035	33,189
משיכת חוב בכיר	170,917	190,250	53,308	–	17,453	–	–	–	–	–	–	–	–	–
החזר קרן חוב בכיר	(44,237)	(40,805)	–	(34,429)	(39,736)	(14,644)	(13,656)	(14,162)	(15,147)	(18,040)	(16,163)	(14,411)	(15,592)	(13,958)
החזר ריבית חוב בכיר	(3,405)	(15,113)	(22,728)	(13,227)	(14,589)	(14,641)	(14,264)	(13,942)	(13,500)	(13,011)	(12,378)	(11,882)	(11,378)	(10,889)
תזרים פנוי לחלוקת דיבדנדים לבעלי המניות	1,715	2,276	2,276	2,371	15,197	28,181	8,791	9,387	9,643	10,457	9,603	8,837	9,065	8,342
רווח מפעיל	–	–	–	4,673	4,773	4,876	4,981	5,088	5,198	5,310	4,804	4,935	5,041	5,149
רווח קבלן	22,748	24,224	2,539	(13,590)	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–
סך תזרים להיוון	24,462	26,500	4,815	(6,546)	19,970	33,057	13,772	14,475	14,841	15,767	14,407	13,772	14,106	13,491
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	23,683	23,280	3,716	(4,438)	11,893	17,295	6,329	5,844	5,264	4,913	3,943	3,312	2,980	2,503

הערכת השווי

ביאור 3 – זרוע הפסולת (המשך)

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

אלפי ש"ח	2039	2040	2041	2042	2043	2044	2045	2046	2047	2048	2049	2050	2051	2052
הכנסות	108,192	110,791	113,453	116,178	118,969	121,827	124,754	127,751	130,820	106,817	109,395	112,035	114,738	117,508
% שינוי	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%	-18.3%	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%
עלויות תפעול	(69,959)	(71,577)	(73,231)	(74,925)	(76,659)	(78,434)	(80,249)	(82,108)	(84,010)	(82,357)	(84,263)	(86,216)	(87,857)	(89,723)
תזרים מזומנים תפעולי	38,234	39,214	40,222	41,253	42,310	43,393	44,505	45,643	46,810	24,460	25,131	25,819	26,881	27,785
שיעור רווח תפעולי	35.3%	35.4%	35.5%	35.5%	35.6%	35.6%	35.7%	35.7%	35.8%	22.9%	23.0%	23.0%	23.4%	23.6%
הוצאות מס	–	–	–	–	–	(745)	(7,828)	(8,640)	(9,347)	(4,554)	(4,918)	(5,291)	(5,962)	(6,390)
תזרים מזומנים תפעולי נקי ממס	38,234	39,214	40,222	41,253	42,310	42,648	36,677	37,004	37,463	19,906	20,213	20,528	20,919	21,394
הפקדות ומשיכות לקרן MRA	(3,773)	(3,773)	11,318	–	(1,696)	(1,696)	(1,696)	5,087	–	–	–	–	–	–
עלויות הקמה	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–
הוצאות הטמנה נוספות	–	–	(12,261)	–	–	–	–	(5,511)	–	–	–	–	–	–
מענקים	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–
שינויים בהון חוזר	(223)	(229)	(234)	(240)	(246)	(252)	(258)	(265)	(271)	3,708	(190)	(195)	(200)	8,078
שינוי ביתרת מזומנים	(98)	(100)	(103)	(105)	(108)	(110)	(113)	(116)	(118)	(121)	(124)	(127)	(130)	5,631
תזרים מזומנים לפני מימון	34,139	35,113	38,941	40,908	40,261	40,590	34,610	36,199	37,074	23,493	19,899	20,206	20,589	35,104
משיכת חוב בכיר	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–
החזר קרן חוב בכיר	(15,139)	(16,382)	(19,917)	(22,232)	(22,685)	(23,919)	(20,456)	(22,584)	(24,310)	(15,200)	(13,143)	(14,012)	(15,001)	–
החזר ריבית חוב בכיר	(10,419)	(9,904)	(9,229)	(8,384)	(7,450)	(6,464)	(5,465)	(4,525)	(3,454)	(2,428)	(1,804)	(1,166)	(466)	–
תזרים פנוי לחלוקת דיבדנדים לבעלי המניות	8,581	8,826	9,795	10,292	10,126	10,207	8,689	9,090	9,310	5,865	4,952	5,027	5,123	35,104
רווח מפעיל	5,259	5,373	5,488	5,607	5,728	5,852	5,979	6,109	6,242	6,378	6,517	6,660	3,382	–
רווח קבלן	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–
סך תזרים להיוון	13,841	14,199	15,283	15,898	15,854	16,060	14,669	15,199	15,552	12,243	11,469	11,687	8,505	35,104
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	26.00	26.88
תזרים מהוון	2,256	2,033	1,923	1,757	1,539	1,370	1,099	1,000	899	622	512	458	293	1,079

סך תזרים מהוון 127,356

חוב נטו זכיון (24,411)

שווי דיה 102,944

הערכת השווי

ביאור 3 – זרוע הפסולת (המשך)

ביאור ד' – שווי פרויקט חירייה

פרויקט חירייה הינו מתקן לטיפול בפסולת, מתקן זה מיועד לשמש כתחנת מיון ומחזור פסולת איגודן עם קיבולת של כ-390 אלף טון בשנה וישרת את תל אביב והערים שבאזור. המתקן הזה יצטרף לתפעול של תחנת המעבר הקיימת באיגודן. עבודות ההקמה החלו בחודשים האחרונים. תקופת ההקמה צפויה להסתיים עד סוף 2026. 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 2025 עד ליום 31 בדצמבר, 2036 בהתאם לתחזית החברה.

שיעור הון – שיעור ההון שחושב (WACC) הינו 10.75%.

בהתאם לכך, הגענו לכלל מסקנה כי שווי פרויקט חירייה עומד על כ-30 מיליוני ש"ח.

סיכום

בהתבסס על עבודתנו והממצאים המפורטים בה, הגענו לכלל מסקנה כי שווי דקל תשתיות עומד על כ- **508 מיליוני ש"ח** ובהתאם לכך שווי החזקות בלוג'ן על כ- **254 מיליוני ש"ח**.

ניתוח רגישות

להלן ניתוח רגישות המראה את ההשפעה של שינוי של כ- 1% בשיעור ההון של גרין נט וגרינסויל ושינוי של 5% בצמיחה משנת 2032 בגרין נט וגרינסויל על שווי אחזקות החברה בדקל תשתיות (באלפי ש"ח):

שינוי בשיעור הון						
-2.00%	-1.00%	0.00%	1.00%	2.00%		
385,238	346,977	314,254	285,967	261,308	10.00%	שינוי
346,562	312,870	284,080	259,190	237,475	5.00%	בשיעור
307,886	278,763	253,905	232,412	213,641	0.00%	צמיחה
269,211	244,656	223,731	205,635	189,807	-5.00%	משנת
230,535	210,549	193,557	178,857	165,973	-10.00%	2032

הערכת השווי

ביאור 3 – זרוע הפסולת (המשך)

ביאור ג' – ק.מ.מ מפעיל מיחזור בע"מ

ק.מ.מ. מפעלי מיחזור בע"מ (להלן: "ק.מ.מ.") כולל 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 ק.מ.מ. על בסיס מאוחד, לרבות החלק היחסי מפעילות סייקל.
- **שנות התחזית** – מייצגות את התקופה מיום 1 באפריל, 2025 ועד ליום 31 בדצמבר, 2029 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 (WACC)** – כאמור לעיל, שיעור ההיוון שחושב הינו 10.75%.
- **CapEx** – בהתאם לנתונים שהתקבלו, הנהלת החברה מניחה השקעות של כ-9 מיליון ש"ח ברבעונים 2-4 בשנת 2025 ו-13 מיליון ש"ח בשנת 2026. לאחר מכן החברה מניחה פחת של כ-11.5 מיליון ש"ח וכ-10.5 בשנה הטרמינלית. ההשקעות המוצגות בתחזית כוללות השקעות בגין פעילות ק.מ.מ. ת.מ.צ וסייקל.

הכנסות

הכנסות החברה נלקחו בהתאם לתחזית החברה ובין היתר מבוססות על מחירי החוזים הקיימים עם לקוחותיה (לרבות ההצמדות הקבועות בחוזים), וצפויות לעמוד בשנת 2025 על כ-345 מיליון ש"ח. כמו כן, בהתאם לתחזית החברה הונח כי ההכנסות יצמחו בכ-5% בין שנת 2025 לשנת 2026.

החל משנת 2027 חלה ירידה בהכנסות וברווחיות לאור סיום פעילות תחנת המעבר בראשל"צ וסיום 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 2027 של כ-12% עקב הפסקת הפעילות בתחנת המעבר ולאחר מכן עלייה של כ-3%. בשנה הטרמינלית ההוצאות התפעוליות עומדות על כ-27 מיליון ש"ח.

הוצאות מס - 23% בהתאם למס החברות בישראל.

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

הערכת השווי

ביאור 3 – זרוע הפסולת (המשך)

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

אלפי ש"ח	2023	2024	2025	2025 Q2-Q4	2026	2027	2028	2029	טרמינלי
הכנסות	320,491	326,509	345,421	259,066	360,554	300,888	313,860	325,844	335,619
שיעור שינוי בהכנסות	1.9%	6%	-	4.4%	-16.5%	4.3%	3.8%	3.0%	
עלות המכר	(262,080)	(273,529)	(275,912)	(206,934)	(287,445)	(237,061)	(243,457)	(249,290)	(256,769)
% מההכנסות	81.8%	83.8%	79.9%	79.9%	79.7%	78.8%	77.6%	76.5%	76.5%
רווח גולמי	58,411	52,980	69,509	52,132	73,110	63,828	70,403	76,554	78,851
שיעור רווח גולמי	18.2%	16.2%	20.1%	20.1%	20.3%	21.2%	22.4%	23.5%	23.5%
הוצאות תפעוליות	(31,594)	(31,482)	(28,556)	(21,417)	(28,566)	(25,120)	(25,834)	(26,573)	(27,351)
EBITDA	41,872	39,774	56,089	42,067	60,856	50,204	56,066	61,477	61,909
רווח תפעולי	26,817	21,498	40,953	30,715	44,544	38,707	44,569	49,980	51,500
שיעור רווח תפעולי	8.4%	6.6%	11.9%	11.9%	12.4%	12.9%	14.2%	15.3%	15.3%
הוצאות מס				(7,064)	(10,245)	(8,903)	(10,251)	(11,495)	(11,845)
רווח תפעולי לאחר מס				23,650	34,299	29,805	34,318	38,485	39,655
התאמות									
שניים בהון חוזר				(2,638)	(966)	(3,212)	(1,550)	(1,599)	(521)
פחת והפחותות				11,352	16,313	11,497	11,497	11,497	10,409
CapEx				(8,900)	(13,730)	(10,379)	(8,071)	(8,239)	(10,409)
סה"כ התאמות				(186)	1,617	(2,094)	1,875	1,658	(521)
סה"כ תזרים להיוון				23,465	35,916	27,710	36,193	40,143	39,134
תקופה להיוון				0.25	1.00	2.00	3.00	4.00	4.00
תזרים מהוון				22,873	32,429	22,592	26,644	26,683	335,643
ערך נוכחי				466,864					
הפרשי פחת				5,915					
שווי פעילות				472,779					
חוב נטו				(24,220)					
שווי חברה				448,559					

* שווי החזקות החברה בק.מ.מ. המוצג לעיל הינו לאחר תשלום אופציית הרכש והתמורה המותנית בגין סייקל בסך כ-75 מיליון ש"ח.

הערכת השווי

ביאור 3 – זרוע הפסולת (המשך)

- ה-EBITDA והרווח התפעולי לשנים 2023-2024 הן על פי הדוח הכספי המאוחד של ק.מ.מ. בתוספת איחוד יחסי של תוצאות פעילות סייקל.
- השיפור בתוצאות ק.מ.מ. לשנת 2025 ביחס לתוצאות בפועל בשנים 2023-2024 מבוסס בעיקרו על הסיבות הבאות:
 1. הגדלת הכמות המטופלת באתר תמיר (גידול של 60%) ושיפור במחיר במסגרת הסכם שנכנס לתוקף ביום 1 בינואר 2025.
 2. קיטון משמעותי בהוצאות הייצוא וחזרה לרמות המחיר ששררו ערב מלחמת חרבות ברזל.
 3. כניסה לתוקף של הסכמים חדשים מול העיריות שנחתמו בתנאים טובים יותר מההסכמים הקיימים.
 4. התייעלות בפעילות מיחזור צמיגים (ת.מ.צ) על בסיס השקעות שבוצעו בפועל.
 5. החלפת הנהלה וחיסכון בהוצאות מטה.

הערכת השווי

ביאור 3 – זרוע הפסולת (המשך)

סיכום

בהתבסס על עבודתנו והממצאים המפורטים בה, הגענו לכלל מסקנה כי שווי ק.מ.מ. עומד על כ-449 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 ק.מ.מ. (באלפי ש"ח):

שיעור היוון						
12.75%	11.75%	10.75%	9.75%	8.75%		
330,106	370,030	418,621	479,186	557,013	2.00%	צמיחה שנה מייצגת
338,682	380,888	432,683	497,920	582,894	2.50%	
348,137	392,987	448,559	519,428	613,275	3.00%	
358,615	406,552	466,625	544,378	649,444	3.50%	
370,290	421,867	487,367	573,668	693,227	4.00%	

ביאור ד' – תשלום בעבור רכישת מניות ק.מ.מ.

כאמור לעיל, החברה מימשה אופציה לרכישת מניות ק.מ.מ. ושלמה בעבורן כ-55 מיליון ש"ח.

ביאור ה' – תמורה מותנית סייקל

בחודש יולי 2025 שלמה החברה 20 מיליון ש"ח כתמורה מותנית בגין תוצאות פעילות סייקל.

סיכום – זרוע הפסולת

בהתבסס על עבודתנו והממצאים המפורטים בה שווי החזקות בלוג'ן בזרוע הפסולת נאמדת בכ- 827 מיליוני ש"ח.

להלן ניתוח רגישות המראה את ההשפעה של שינוי של כ- 1% בשיעור ההיוון אחזקות החברה בזרוע הפסולת (באלפי ש"ח):

שיעור היוון				
2.00%	1.00%	0.00%	-1.00%	-2.00%
686,788	750,409	827,474	923,201	1,046,172

הערכת השווי

ביאור 4 - שווי פעילות חטיבת המים והשפכים

הנחות עבודה עיקריות בקשר לתחום המים והשפכים והכימיקלים

- **שנות התחזית** – מייצגות את התקופה מיום 1 באפריל, 2025 ועד ליום 31 בדצמבר, 2029 (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 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% (0.6% ריאלי).

להלן טבלה המרכזת את סיכום הערכת השווי של החזקות בלוג'ן בחטיבת מים ושפכים:

אלפי ש"ח	מים ושפכים	ביאור
פרויקטים ותפעול	193,018	א
כפר מסריק	39,944	ב
סה"כ	232,962	

ביאור א' – פרויקטים ותפעול (לא כולל חטיבת ההקמות (EPC))

הכנסות

- ליחידת הפרויקטים מקורות הכנסה מעבודות קבלנות שמבצעת הן לפרויקטים בבעלות הקבוצה, והן לפרויקטים של אחרים, ממכירת מסננים ומאקווז. לצורך הערכת השווי של פעילות יחידת הפרויקטים התייחסנו לכל עבודות הקבלנות, בין אם מבוצעים פנימית בתוך הקבוצה ובין אם לחיצוניים, כחלק משווי היחידה. הכנסות החברה מיחידת הפרויקטים בשנת 2024 עמדו על כ-62 מיליוני ש"ח ואילו בשנת 2025 צפויות לעמוד על כ-92 מיליוני ש"ח. צמיחה של כ-48%. בהתאם לצבר ההזמנות המחייב, המצביע על גידול מהותי בהיקף הפרויקטים שמבצעת החברה (ביניהם: פרויקט סבחה – מתקן ההתפלה באילת, פרויקט תע"ש רמת השרון ועוד), ההכנסות מיחידת הפרויקטים צפויות לצמוח בשנת 2026 לכ-201 מיליוני ש"ח. עיקר הגידול בהכנסות בשנה זו 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.

הכנסות החברה מיחידת התפעול הינן מישראל בלבד. בשנת 2024 עמדו על כ-107 מיליוני ש"ח ואילו בשנת 2025 צפויות לעמוד על כ-101 מיליוני ש"ח, ירידה של כ-6% הנובעת מסיום תקופת הסכמי תפעול קיימים ביוזמת החטיבה ולטובת שיפור הרווחיות. כמו כן, בהתאם לתחזית החברה הונח כי ההכנסות יצמחו במהלך שנות התחזית בכ-7.7% בממוצע ויעמדו על כ-140 מיליוני ש"ח בשנה הטרמינלית. ממידע שנמסר מהנהלת החברה, במסגרת הגידול נכללו גם פרויקטי BOT אשר יושלמו ויועברו לשלב התפעול.

חלק מהשיפור ברווחיות בשנת 2026 נובע מהתקדמות פרויקט MTO, פרויקט גדול שהתעכב בשנים 2024-2025.

תחזית ההכנסות והרווחיות של פעילות התפעול מבוססת על התוצאות בפועל של המחצית הראשונה לשנת 2025.

בשנת 2025 הונח כי 47% מההכנסות יחידת הפרויקטים יתקבלו בדולר, 36% מההכנסות יתקבלו בש"ח, 13% יתקבלו ביורו והשאר בפאונד.

הערכת השווי

ביאור 4 - שווי פעילות חטיבת המים והשפכים (המשך)

כמו כן, חלק מהפרויקטים אותם החברה מתפעלת הינם פרויקטי BOT אשר בשלב מסויים 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 מסויים יסתיימו במהלך השנים המאוחרות יותר, הונח כי הכנסות לא תרדנה מאחר ופרויקטי תפעול אחרים ייכנסו ויפצו על כך.

עלות המכר

- עלות המכר ביחידת הפרויקטים מורכבת בעיקר מתצרוכת חומרים. בפעילות הפרויקטים הנהלת החברה הניחה כי שיעור התצרוכת ינוע בין 67% ל-74%. בפעילות הסננים הונח ששיעור התצרוכת יהיה בממוצע של 60% לאורך שנות התחזית.
- 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 שיעור מסך המכירות ישאר זהה לאורך שנות התחזית.

הוצאות מכירה והנה"כ

הוצאות המכירה בזרוע כוללות הוצאות ישירות של כל יחידת התפעול ויחידת הפרויקטים אשר כוללות בעיקר את שכ"ע של עובדי המכירה וכן הוצאות שונות לרבות פחת, וכן של הנהלת חטיבת המים והשפכים. 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.

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.

שיעור הון (WACC)

כאמור לעיל, שיעור ההון של חטיבת המים והשפכים נבנה מתוך ממוצע משוקלל של שיעורי הון לחטיבת התפעול והפרויקטים. המשקל של כל חטיבה נלקח בהתאם לחלק היחסי של החטיבה מהתזרים להיוון המאוחד. שיעור ההון המשוקלל שחושב הינו 11.25%.

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

הערכת השווי

ביאור 4 - שווי פעילות חטיבת המים והשפכים (המשך)

הוצאות מס

נכון ליום 31 במרץ, 2025, לחטיבת התפעול הפסדים להעברה בגובה של כ-36 מיליוני ש"ח ואילו לאקוויז הפסדים להעברה בגובה של כ-130 מיליוני ש"ח. ההפסדים להעברה של יחידת התפעול משויכים באופן מלא ומנוצלים כנגד הרווח התפעולי של חטיבת התפעול ואילו ההפסדים המועברים של אקוויז משויכים לרווח התפעולי של כלל פעילויות הפרויקטים.

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 הטרמינלית על שווי הפעילות (באלפי ש"ח):

שיעור היוון					שווי פעילות	
13.25%	12.25%	11.25%	10.25%	9.25%	שיעור צמיחה שנה מייצגת	
162,034	186,017	216,696	257,289	313,466		
154,723	176,552	204,093	239,887	288,243		
148,125	168,111	193,018	224,885	267,056		
142,140	160,536	183,209	211,819	249,008		
136,688	153,699	174,460	200,337	233,449		

סיכום

בהתבסס על עבודתנו והממצאים המפורטים בה, הגענו לכלל מסקנה כי שווי פעילות הפרויקטים והתפעול עומד על כ-193 מיליוני ש"ח.

הערכת השווי

ביאור 4 - שווי פעילות חטיבת המים והשפכים (המשך)

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

אלפי ש"ח	2023	2024	2025	2025 Q2-Q4	2026	2027	2028	2029	טרמינלית
הכנסות	191,280	164,516	193,169	153,682	308,994	350,135	369,031	391,931	403,689
% שינוי		-14.0%	17.4%	-	60.0%	13.3%	5.4%	6.2%	3.0%
עלות המכר	(196,213)	(151,843)	(171,372)	(135,305)	(265,449)	(298,508)	(313,282)	(331,300)	(341,164)
% מההכנסות	102.6%	92.3%	88.7%	88.0%	85.9%	85.3%	84.9%	84.5%	84.5%
רווח גולמי	(4,933)	12,673	21,796	18,377	43,545	51,627	55,749	60,630	62,524
% מההכנסות	-2.6%	7.7%	11.3%	12.0%	14.1%	14.7%	15.1%	15.5%	15.5%
הוצאות הנהלה וכלליות	(35,365)	(36,078)	(31,278)	(23,328)	(31,762)	(32,304)	(32,268)	(32,790)	(32,962)
EBITDA	(27,071)	(8,471)	(4,331)	(1,165)	16,870	23,923	27,651	31,830	33,475
רווח תפעולי	(40,298)	(23,405)	(9,481)	(4,951)	11,783	19,323	23,481	27,840	29,563
% מההכנסות	-21.1%	-14.2%	-4.9%	-3.2%	3.8%	5.5%	6.4%	7.1%	7.3%
הוצאות מס				(811)	(1,360)	(1,972)	(2,295)	(2,648)	(6,799)
רווח תפעולי לאחר מס				(5,761)	10,423	17,350	21,186	25,192	22,763
התאמות									
שינויים בהון חוזר				(12,404)	(13,467)	(7,238)	(8,776)	(2,347)	(1,069)
פחת והפחותות				3,785	5,087	4,600	4,170	3,990	3,912
CapEx				(1,233)	(1,650)	(1,697)	(1,746)	(3,990)	(3,912)
סה"כ התאמות				(9,852)	(10,030)	(4,335)	(6,352)	(2,347)	(1,069)
סה"כ תזרים להיוון				(15,613)	393	13,015	14,834	22,845	21,694
תקופה להיוון				0.25	1.00	2.00	3.00	4.00	4.00
תזרים מהוון				(15,203)	353	10,516	10,774	14,914	171,664
סך תזרים מהוון				193,018					

הערכת השווי

ביאור 4 - שווי פעילות חטיבת המים והשפכים (המשך)

השיפור בתוצאות חטיבת המים בתקופת התחזית ביחס לתוצאות בפועל בשנים 2023-2024 מבוסס בעיקרו על הסיבות הבאות:

1. גידול משמעותי בצבר ההזמנות המחייב של החטיבה בפרויקטים בהיקפים גדולים יותר בעלי שיעורי רווחיות גבוהים משיעורי הרווחיות של פרויקטי העבר.
2. מגמות בשוק המים בישראל מצביעות על גידול משמעותי בפרויקטים בתחום המוניציפאלי וצפי השקעות הולך וגדל על פני תקופת התחזית בהתאם לתוכנית האב של רשות המים.
3. התייעלות תפעולית (הן בעלות המכר והן בהוצאות הנהלה וכלליות) של החטיבה אשר טרם קיבלה ביטוי באופן מלא בתוצאות לשנת 2024.
4. תשתית החטיבה הקיימת מאפשרת צמיחה והרחבה של הפעילות ללא גידול מהותי בתשומות.

הערכת השווי

ביאור 4 - שווי פעילות חטיבת המים והשפכים (המשך)

ביאור ב' – כפר מסריק

הנחות עבודה עיקריות

- שיטת הערכה - פעילות זו הוערכה בשיטת הוון תזרימי המזומנים לבעלי המניות (FCFE).
- שנות התחזית - מייצגות את התקופה מיום 1 באפריל, 2025 ועד ליום 31 בדצמבר, 2050 (להלן: "תקופת התחזית"). כפי שנמסר לנו מהנהלת החברה, צפי סיום הפרויקט הינו בסוף שנת 2050 בהתאם לתנאי ה-BOT ולכן תחזית תזרימי המזומנים הינה לתקופה זו. 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 ההיוון.
- 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), הינן בערכים נומינליים.
- שיעור צמיחה - הונח שיעור צמיחה נומינלי לטווח ארוך של כ-3% (0.6% ריאלי)
- שיעור היוון - שיעור היוון של 9.75%.

ניתוחי רגישות

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

שיעור היוון				
11.75%	10.75%	9.75%	8.75%	7.75%
39,442	39,688	39,944	40,209	40,483

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

סיכום

בהתבסס על עבודתנו והממצאים המפורטים בה, הגענו לכלל מסקנה כי שווי חטיבת המים והשפכים עומד על כ-233 מיליוני ש"ח.

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 חטיבת המים והשפכים (אלפי ש"ח):

שיעור היוון						
13.25%	12.25%	11.25%	10.25%	9.25%		
201,978	225,961	256,640	297,233	353,410	4.0%	שיעור צמיחה שנה מייצגת
194,667	216,496	244,038	279,831	328,187	3.5%	
188,069	208,055	232,962	264,829	307,000	3.0%	
182,084	200,480	223,153	251,763	288,952	2.5%	
176,632	193,643	214,404	240,281	273,393	2.0%	

הערכת השווי

ביאור 5 - שווי פעילות הכימיקלים

הכנסות

הכנסות החברה מחטיבת הכימיקלים בשנת 2024 עמדו על כ-82 מיליוני ש"ח, עלייה של כ-4% משנת 2023. בהתאם לתקציב 2025 ועל בסיס ביצועי החברה למחצית הראשונה לשנת 2025, ההכנסות צפויות לעמוד על כ-94 מיליוני ש"ח, קרי צמיחה של כ-15%. 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 סייקלין, ועוד. כמו כן, בהתאם לתחזית החברה הונח כי ההכנסות יצמחו בכ- 6.4% בשנת 2026 ויעמדו על כ-123 מיליוני ש"ח בשנה הטרמינלית.

הצמיחה בתחזית ההכנסות נובעת מהתרחבות הפעילות דרך חוזים חדשים והרחבת התקשרויות קיימות.

עלות המכר

עלות המכר בחטיבת הכימיקלים מורכבת בעיקר מתצרוכת חומרים, הוצאות שכר, קבלני משנה, הוצאות פחת והוצאות אחרות. בשנת 2022 עלות המכר עמדה על כ-71% ובשנים 2023-2024 כ-66% מההכנסות. בהתאם לתקציב לשנת 2025, עלות המכר תעמוד על כ-67% ובהמשך תרד בהדרגה לכ-65% עד שנת 2029.

כפי שניתן לראות תחזית החברה מניחה שיפור ברווחיות מכ-33% לכ-35% הנובע מצמצום סגמנטים הפסדיים ומגידול בהיקף פעילות בסקטורים אסטרטגיים ורווחיים (לדוגמא לקוחות ביטחוניים).

הוצאות מכירה והנה"כ

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

העברת אתר

לאור בקשת המשכיר לפנות את אתר הייצור בעכו בשנת 2026, החברה פועלת להעסקת אתר הפעילות לאתר חלופי. בהתאם לכך ישנה הפסקת תשלום של הוצאות שכירות בשנה הטרמינלית.

הון חוזר

נלקח בהתאם למודל הפיננסי שהתקבל מהחברה בהתאם למפתחות הבאים:

- ימי לקוחות – 95
- ימי ספקים – 70
- ימי מלאי – 100
- הון חוזר אחר – 5% (מינוס)

פחת ו-CapEx – בהתאם להנהלת החברה, היקף הפחת יעמוד על סך של כ-3.2 מיליון ש"ח בשנת 2025, כ-2.5 מיליון ש"ח בשנת 2026 ולאחר מכן כ-3.1 מיליון ש"ח. היקף ההשקעות מוצג בנטו, קרי כולל את עלויות העברת האתר ואת המענקים שהחברה תקבל מהמדינה בשנים 2025-2027 ממשד הכלכלה בגין העברת האתר.

שיעור הון (WACC) – כאמור לעיל, הונח שיעור ההון נומינלי של 11.25%.

הערכת השווי

ביאור 5 - שווי פעילות הכימיקלים (המשך)

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

אלפי ש"ח	2023	2024	2025	2025 Q2-Q4	2026	2027	2028	2029	טרמינלית
הכנסות מלקוחות	78,987	82,269	93,964	71,016	99,995	106,482	113,419	118,977	122,546
% שינוי		4.2%	14.2%	-	6.4%	6.5%	6.5%	4.9%	3.0%
עלות המכר	(52,108)	(54,619)	(63,312)	(47,886)	(66,707)	(70,067)	(73,704)	(76,985)	(79,295)
% מההכנסות	66.0%	66.4%	67.4%	67.4%	66.7%	65.8%	65.0%	64.7%	64.7%
רווח גולמי	26,879	27,650	30,652	23,130	33,288	36,414	39,716	41,991	43,251
שיעור רווח גולמי	34.0%	33.6%	32.6%	32.6%	33.3%	34.2%	35.0%	35.3%	35.3%
הוצאות תפעוליות	(19,726)	(18,239)	(18,429)	(13,614)	(18,899)	(19,412)	(19,945)	(20,471)	(21,085)
EBITDA	9,965	12,098	14,113	10,883	16,946	20,113	22,882	24,632	25,315
רווח תפעולי	7,153	9,411	12,223	9,516	14,389	17,002	19,771	21,521	22,166
שיעור רווח תפעולי	9.1%	11.4%	13.0%	13.4%	14.4%	16.0%	17.4%	18.1%	18.1%
הוצאות מס				(2,189)	(3,309)	(3,910)	(4,547)	(4,950)	(5,098)
רווח תפעולי לאחר מס				7,327	11,079	13,091	15,224	16,571	17,068
התאמות									
שינויים בהון חוזר				(9,678)	(1,136)	(1,640)	(1,758)	(1,438)	(1,417)
פחת והפחתות				1,367	2,557	3,111	3,111	3,111	3,149
השקעות בניכוי מענק מדינה בגין העברת אתר				(5,000)	(13,500)	(23,000)	(1,250)	(1,250)	(3,149)
סה"כ התאמות				(13,310)	(12,079)	(21,529)	103	423	(1,417)
סה"כ תזרים להיוון				(5,983)	(999)	(8,438)	15,327	16,994	15,651
תקופה להיוון				0.25	1.00	2.00	3.00	4.00	4.00
תזרים מהוון				(5,826)	(898)	(6,817)	11,132	11,094	123,849
שווי פעילות כימיקלים	132,534								

הערכת השווי

ביאור 5 - שווי פעילות הכימיקלים (המשך)

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 הטרמינלית על שווי פעילות הכימיקלים (באלפי ש"ח):

שיעור היוון					שווי פעילות	
13.25%	12.25%	11.25%	10.25%	9.25%	שיעור צמיחה שנה מייצגת	
110,484	127,636	149,617	178,746	219,115		
105,209	120,808	140,524	166,191	200,918		
100,449	114,718	132,534	155,368	185,632		
96,131	109,252	125,457	145,941	172,611		
92,198	104,320	119,145	137,657	161,386		
					4.0%	
					3.5%	
					3.0%	
					2.5%	
					2.0%	

סיכום

בהתבסס על עבודתנו והממצאים המפורטים בה, הגענו לכלל מסקנה כי שווי פעילות הכימיקלים עומד על כ-133 מיליוני ש"ח.

הערכת השווי

ביאור 6 - חוב נטו

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

אלפי ש"ח	31.03.25	ביאור
חוב נטו - בלוג'ן סולו	(111,045)	א
התאמות שווי הוגן נכס פיננסי	6,391	ב
סה"כ חוב נטו	(104,654)	

ביאור א' - חוב נטו

כ- 111 מיליוני ש"ח כמפורט בפרק ניתוח דוחות כספיים.

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 מטופלת 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 2025 בגובה של 37.7 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-46 מיליון ש"ח.

בהתאם לכך ביצענו התאמה לשווי ההוגן של הנכס פיננסי, בהתאם לפער האמור בניכוי מס, בסך של כ-6.3 מיליוני ש"ח.

להלן תחשיב נכס פיננסי בשווי הוגן:

אלפי ש"ח	31.03.25
שווי הוגן	46,021
ערך בספרים	37,721
פער	8,300
פער בניכוי מס	6,391

ביאור 7 - דיבידנדים והחזרי הלוואות בעלים Q2

כ-980 אלפי ש"ח בהתאם להחזר הלוואות בעלים ודיבידנדים שחולקו מהחברה לקרן ג'נריישן ומגדל חברה לביטוח במהלך הרבעון השני בשנת 2025.

הערכת השווי

השוואה לעבודות קודמות

ביצענו עבור ג'נריישן קפיטל, הערכת שווי אחזקות בחברה בהתאם להוראות IFRS 13, ליום ה- 30 ביוני, 2024. במסגרת הערכת שווי זו הערכנו את ששויה של החברה בכ- 1,316 מיליוני ש"ח.

להלן השוואה בין הערכת השווי הקודמת להערכת השווי הנוכחית:

אלפי ש"ח	
יתרת פתיחה 30.06.24	1,315,665
השקעות בעלים בניכוי חלוקת רווחים	(35,986)
שערך *	223,929
יתרת סגירה 30.06.25	1,503,609
שערך באחוזים	17.5%

(*) בהתאם לשוויים הנגזרים בהערכות השווי

להלן הסיבות העיקריות לעליית השווי ביחס להערכת השווי הקודמת:

פרויקט אשדוד - בעקבות מגעים מול המדינה לקבלת פיצוי על נזקי מלחמת חרבות ברזל, נחתם ביום 26 במרץ 2025 תיקון להסכם הזיכיון, במסגרתו הווארחה תקופת הזיכיון של מתקן ההתפלה בשש שנים עד לסוף 2044, תוך הפחתה זניחה בתעריף המים. הארכת הזיכיון אפשרה לחברה לבצע מימון מחדש, למשוך תזרים לבעלים, מה שהוביל לעלייה משמעותית בשווי הפרויקט.

זרוע הפסולת - במהלך השנה החולפת נרשמה עלייה בשווי זרוע הפסולת, בין היתר כתוצאה מביצועים טובים יותר בדקל תשתיות, אשר תרמו לשיפור בתזרים ובתוצאות. בנוסף, נרכשו מניות המיעוט בק.מ.מ. במחיר הנמוך מהשווי הכלכלי שלהן.

ירידה בשיעורי ההיוון כתוצאה מסביבת המאקרו.

בנוסף, ישנה התקדמות בזמן שמעלה את השווי (תשואה בניכוי חלוקות בפועל).

פרק 6

נספחים

נספח א'

קביעת מחיר ההון המשוקלל

שיעור היוון (Ke) דרך הים זכין:

פרמטרים	סימון	ערך	מקור
חוב (%)	D/V	33%	בהתאם למינוף הפנימי של הפרויקט
הון עצמי (%)	E/V	67%	בהתאם למינוף הפנימי של הפרויקט
ביטא	Beta	0.44	ממוצע ביטאות, חברות ההשוואה
ריבית חסרת סיכון	Rf	3.89%	תשואה נומינלית של אג"ח ממשלתי בישראל למועד הערכת השווי, לפי מח"מ הפרויקט, ממערכת מרווח הוגן
פרמיית הסיכון של השוק	Rm-Rf	6.05%	פרמיית הסיכון של ישראל ע"פ Damodaran, נכון ליום 1 ביולי 2025
פרמיית סיכון ספציפית	SRP	0.50%	בהתאם לניסיונו ושיקול דעתנו
מחיר ההון העצמי	Ke	7.00%	$Rf + \beta \cdot (Rm - Rf) + SCP + SRP$

שיעור היוון (WACC) דרך הים – 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	6.58%	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	4.28%	תשואה נומינלית של אג"ח ממשלתי בישראל למועד הערכת השווי (מח"מ 15), ממערכת מרווח הוגן
פרמיית הסיכון של השוק	Rm-Rf	6.05%	פרמיית הסיכון של ישראל ע"פ Damodaran, נכון ליום 1 ביולי 2025
ביטא	Beta	0.52	ממוצע ביטאות, חברות ההשוואה
פרמיית סיכון ספציפית	SRP	4.00%	בהתאם לניסיונו ושיקול דעתנו
מחיר ההון העצמי	Ke	11.45%	$Rf + \beta \cdot (Rm - Rf) + SCP + SRP$
מחיר הון ממוצע משוקלל - לאחר מס	WACC	8.50%	$(D/V) \cdot (1-T) \cdot Kd + (E/V) \cdot Ke$

נספח א'

קביעת מחיר ההון המשוקלל (המשך)

שיעור היוון (Ke) דרך הים O&M:

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	3.87%	תשואה נומינלית של אג"ח ממשלתי בישראל למועד הערכת השווי, לפי מח"מ הפרויקט, ממערכת מרווח הוגן
פרמיית הסיכון של השוק	Rm-Rf	6.05%	פרמיית הסיכון של ישראל ע"פ Damodaran, נכון ליום 1 ביולי 2025
ביטא	Beta	0.60	ממוצע ביטאות, חברות ההשוואה
פרמיית גודל	SCP	2.66%	KROLL 2025
מחיר ההון העצמי	Ke	10.25%	$Rf + \beta(Rm - Rf) + SCP + SRP$

שיעור היוון (Ke) דרך הים O&M – ערך שייך:

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	4.28%	תשואה נומינלית של אג"ח ממשלתי בישראל למועד הערכת השווי, לפי מח"מ הפרויקט, ממערכת מרווח הוגן
פרמיית הסיכון של השוק	Rm-Rf	6.05%	פרמיית הסיכון של ישראל ע"פ Damodaran, נכון ליום 1 ביולי 2025
ביטא	Beta	0.60	ממוצע ביטאות, חברות ההשוואה
פרמיית גודל	SCP	2.66%	KROLL 2025
פרמיית סיכון ספציפית	SRP	4.00%	בהתאם לניסיונו ושיקול דעתנו
מחיר ההון העצמי	Ke	14.50%	$Rf + \beta(Rm - Rf) + SCP + SRP$

נספח א'

קביעת מחיר ההון המשוקלל (המשך)

שיעור הון סמארט וויסט זכיון:

פרמטרים	סימון	ערך	מקור
חוב (%)	D/V	50%	בהתאם למינוף הפנימי של הפרויקט
הון עצמי (%)	E/V	50%	בהתאם למינוף הפנימי של הפרויקט
ביטא	Beta	1.05	ממוצע ביטאות, חברות ההשוואה
ריבית חסרת סיכון	Rf	4.28%	תשואה נומינלית של אג"ח ממשלתי בישראל למועד הערכת השווי, לפי מח"מ הפרויקט, ממערכת מרווח הוגן
פרמיית הסיכון של השוק	Rm-Rf	6.05%	פרמיית הסיכון של ישראל ע"פ Damodaran, נכון ליום 1 ביולי 2025
פרמיית סיכון ספציפית	SRP	2.00%	פרמיה ספציפית
מחיר ההון העצמי	Ke	12.75%	$Rf + \beta \cdot (Rm - Rf) + SCP + SRP$

שיעור הון אשדוד:

פרמטרים	סימון	משוקלל	
חוב (%)	D/V	69%	בהתאם למינוף הפנימי של הפרויקט
הון עצמי (%)	E/V	31%	בהתאם למינוף הפנימי של הפרויקט
ביטא	Beta	1.46	ממוצע ביטאות, חברות ההשוואה
ריבית חסרת סיכון	Rf	3.88%	תשואה נומינלית של אג"ח ממשלתי בישראל בהתאם למח"מ הפרויקט, ממערכת מרווח הוגן
פרמיית הסיכון של השוק	Rm-Rf	6.05%	פרמיית הסיכון של ישראל ע"פ Damodaran, נכון ליום 1 ביולי 2025
פרמיית סיכון ספציפית	SRP	1.73%	פרמיה ספציפית
מחיר ההון העצמי		14.5%	

(*) שיעור ההיוון של אשדוד נבנה מתוך ממוצע משוקלל של שיעורי היוון למתקן ההתפלה, תחנת הכוח, קבלן ההקמה וקבלן התפעול. שיעור ההיוון המשוקלל הינו 14.5%.

נספח א'

קביעת מחיר ההון המשוקלל (המשך)

שיעור הון (WACC) דקל תשתיות:

פרמטרים	סימון	ערך	מקור
חוב (%)	D/V	17%	בהתאם לממוצע חברות השוואה
הון עצמי (%)	E/V	83%	בהתאם לממוצע חברות השוואה
מחיר הון זר	Kd	6.18%	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	3.99%	תשואה נומינלית של אג"ח ממשלתי בישראל למועד הערכת השווי, ממערכת מרווח הוגן
פרמיית הסיכון של השוק	Rm-Rf	6.05%	פרמיית הסיכון של ישראל ע"פ Damodaran, נכון ליום 1 ביולי 2025
ביטא	Beta	0.54	ממוצע ביטאות, חברות ההשוואה
פרמיית גודל	SCP	4.47%	KROLL 2025
פרמיית סיכון ספציפית	SRP	0.23%	פרמיה ספציפית
מחיר ההון העצמי	Ke	11.94%	$Rf + \beta(Rm - Rf) + SCP + SRP$
מחיר הון ממוצע משוקלל - לאחר מס	WACC	10.75%	$(D/V) * (1-T) * Kd + (E/V) * Ke$

נספח א'

קביעת מחיר ההון המשוקלל (המשך)

שיעור הון (WACC) ק.מ.מ.:

פרמטרים	סימון	ערך	מקור
חוב (%)	D/V	17%	בהתאם לממוצע חברות השוואה
הון עצמי (%)	E/V	83%	בהתאם לממוצע חברות השוואה
מחיר הון זר	Kd	6.83%	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	4.28%	תשואה נומינלית של אג"ח ממשלתי בישראל למועד הערכת השווי (מח"מ 15), ממערכת מרווח הוגן
פרמיית הסיכון של השוק	Rm-Rf	6.05%	פרמיית הסיכון של ישראל ע"פ Damodaran, נכון ליום 1 ביולי 2025
ביטא	Beta	0.54	ממוצע ביטאות, חברות ההשוואה
פרמיית גודל	SCP	4.47%	KROLL 2025
מחיר ההון העצמי	Ke	12.01%	$Rf + \beta * (Rm - Rf) + SCP + SRP$
מחיר הון ממוצע משוקלל - לאחר מס		WACC	$(D/V) * (1-T) * Kd + (E/V) * Ke$
		10.75%	

נספח א'

קביעת מחיר ההון המשוקלל (המשך)

שיעור הון (WACC) מים ושפכים:

פרמטרים	סימון	משוקלל	מקור
חוב (%)	D/V	21%	בהתאם לממוצע חברות השוואה
הון עצמי (%)	E/V	79%	בהתאם לממוצע חברות השוואה
מחיר הון זר	Kd	6.58%	מחיר החוב נומינלי לתקופה של 15 שנים, דירוג A3, נכון למועד הערכת השווי
שיעור המס	1-T	77%	ע"פ שיעור המס הסטטוטורי בישראל לטווח הארוך 23%
ריבית חסרת סיכון	Rf	4.28%	תשואה נומינלית משוקללת של אג"ח ממשלתי בהתאם למדינות השונות לטווח הארוך
פרמיית הסיכון של השוק	Rm-Rf	6.53%	פרמיית משוקללת ע"פ Damodaran, נכון ליום 1 ביולי 2025
ביטא	Beta	0.82	ממוצע ביטאות, חברות ההשוואה
פרמיית גודל	SCP	3.06%	KROLL 2025
מחיר ההון העצמי	Ke	12.75%	$Rf + \beta \cdot (Rm - Rf) + SCP + SRP$
מחיר הון ממוצע משוקלל - לאחר מס		WACC	11.25%
			$(D/V) \cdot (1-T) \cdot Kd + (E/V) \cdot Ke$

(*) שיעור ההיוון של מים ושפכים נבנה מתוך ממוצע משוקלל של שיעורי היוון לחטיבת התפעול והפרויקטים. המשקל של כל חטיבה נלקח בהתאם לחלק היחסי של החטיבה מהתזרים להיוון המאוחד. שיעור ההיוון המשוקלל הינו 11.25%.

נספח א'

קביעת מחיר ההון המשוקלל (המשך)

שיעור הון (WACC) חטיבת הכימיקלים:

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	6.70%	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	4.28%	תשואה נומינלית של אג"ח ממשלתי בישראל למועד הערכת השווי (מח"מ 15), ממערכת מרווח הוגן
פרמיית הסיכון של השוק	Rm-Rf	6.05%	פרמיית הסיכון של ישראל ע"פ Damodaran, נכון ליום 1 ביולי 2025
ביטא	Beta	0.77	ממוצע ביטאות, חברות ההשוואה
פרמיית גודל	SCP	3.06%	KROLL 2025
מחיר ההון העצמי	Ke	12.02%	$Rf + \beta * (Rm - Rf) + SCP + SRP$
מחיר הון ממוצע משוקלל - לאחר מס		WACC	$(D/V) * (1-T) * Kd + (E/V) * Ke$
		11.25%	

נספח ב'

רווח והפסד

להלן דוח רווח והפסד מאוחד של החברה למחצית הראשונה לשנת 2025:

אלפי ש"ח	2025 H1
הכנסות	436,578
עלות המכר	(336,818)
רווח גולמי	99,760
<i>שיעור רווח גולמי</i>	<i>22.9%</i>
הוצאות מכירה ושיווק	(25,900)
הוצאות הנהלה וכלליות	(40,489)
הכנסות (הוצאות) אחרות	(1,443)
הוצאות מחקר ופיתוח	(170)
חלק בתוצאות חברות מוחזקות המטופלות לפי שיטת השווי המאזני	2,825
רווח תפעולי	34,583
<i>שיעור רווח תפעולי</i>	<i>7.9%</i>
הכנסות מימון	9,730
הוצאות מימון	(29,320)
רווח (הפסד) לפני מיסים על הכנסה	14,993
מיסים על הכנסה	(6,836)
רווח לתקופה	8,157

ג'נריישן קפיטל בע"מ

הערכת שווי לאחזקות בחברת בון תור בע"מ ליום 30 ביוני 2025

אוגוסט 2025

הקדמה והגבלת אחריות

עבודה זו הוכנה על ידי גיזה זינגר אבן ייעוץ כלכלי ומימוני בע"מ (להלן: "ג'י.אס.אי") עבור חברת ג'נריישן קפיטל בע"מ (להלן: "ג'נריישן קפיטל" ו/או "מזמינת העבודה") לצורך הערכת שווי אחזקותיה בחברת בון תור בע"מ (להלן: "בון תור" ו/או "החברה"). פעילות החברה כוללת את פעילות ההיסעים של בון תור (להלן: "פעילות ההיסעים") ואת פעילות החברות המוחזקות: מטרופולין – תחבורה ציבורית בע"מ (להלן: "מטרופולין") ו-ב.ג. מוטורס (2017) בע"מ (להלן: "ב.ג. מוטורס") (להלן שלושתן ביחד: "החברות" ו/או "הפעילויות"), ליום 30 ביוני 2025 (להלן: "מועד העבודה" ו/או "מועד הערכת השווי").

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

הקדמה והגבלת אחריות

מקורות המידע

- דוחות כספיים של החברות לשנים 2019-2024 (סקורים ומבוקרים).
- מודל פיננסי של פעילות מטרופולין, שהועבר לנו על ידי החברה, המבוסס על תחזיות והנחות מטרופולין ארוכות הטווח.
- תחזיות והנחות מטעם הנהלות פעילות ההיסעים ו-ב.ג. מוטורס לשנים 2025-2028 ולשנה הטרמינלית (שנת 2029).
- הבהרות ונתונים נוספים שהועברו אלינו מטעם החברות ומזמינת העבודה על פי בקשתנו, כמפורט בגוף העבודה.
- שיחות ופגישות שניהלנו עם מזמינת העבודה, הנהלות החברות ונציגים מטעמן.
- חומר רקע ונתוני שוק, מתוך מידע גלוי המתפרסם באתרי אינטרנט, כתבות בעיתונות ומקורות פומביים אחרים.

עבודות כלכליות קודמות

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

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

פרטי החברה המעריכה

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

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

בברכה,

גיזה זינגר אבן ייעוץ כלכלי ומימוני בע"מ

גיזה זינגר אבן ייעוץ כלכלי ומימוני בע"מ

24 באוגוסט, 2025

תוכן עניינים

05 תמצית מנהלים

13 פרק א' – תיאור החברה והסביבה העסקית

25 פרק ב' – ניתוח דוחות כספיים

37 פרק ג' – הערכות השווי



תמצית מנהלים

תמצית מנהלים

תמצית מנהלים – פעילות ההיסעים

תיאור תמציתי של החברה

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

- החברה מראה גידול בהכנסות ושיפור בשיעורי הרווחיות לאורך השנים 2019-2024. שיעור הצמיחה הממוצעת השנתית המשוקללת ("CAGR") נאמד בכ-6.8%.

מתודולוגיה

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

שיעור ההיוון

- שיעור ההיוון (WACC) אשר שימש להיוון תזרימי המזומנים נאמד בכ-10.5%.

שיעור האינפלציה

- שיעור האינפלציה החזויה אשר שימשה בתחזיות החברה הינה כ-1.2.0%.

תמצית מנהלים

תמצית מנהלים – פעילות ההיסעים

ממצאים

- בהתאם להנחות המפורטות בגוף העבודה, שווי ההון העצמי של פעילות ההיסעים נאמד בכ- 630.1 מ' ש' ליום 30 ביוני 2025, כמפורט להלן:
- להלן ניתוח רגישות לשווי ההון העצמי של פעילות בון תור ביחס לשינויים במחיר ההון המשוקלל ובשיעור הצמיחה הפרמננטית:

אלפי ש'	30/06/2025
שיעור הון – WACC ¹	10.50%
שיעור צמיחה פרמננטית ²	4.00%
שווי תזרימים מהוונים	855,618
הלוואת בעלים למטרופולין	(65,000)
שווי אופציות פאנטום (אומדן)	(16,235)
שווי פעילות	774,383
חוב פיננסי, נטו ³	(144,326)
שווי הון עצמי	630,057

שיעור הון – WACC						
11.50%	11.00%	10.50%	10.00%	9.50%		
445,705	484,424	528,301	578,442	636,293	3.00%	שיעור צמיחה פרמננטית
481,875	525,589	575,545	633,182	700,420	3.50%	
522,868	572,636	630,057	697,044	776,206	4.00%	
569,716	626,920	693,654	772,518	867,150	4.50%	
623,772	690,252	768,815	863,087	978,304	5.00%	

1. מחיר ההון העצמי (K_e) נאמד בכ-12.7%.

2. הנחת הצמיחה מתונה מההנחה בהערכת השווי ל-31/03/2024 שעמדה על 4.25%.

3. באפריל 2025 נפרעו הלוואות בעלים מ.ב.ג. מוטורס ע"ס 1.5 מ' ש'.

תמצית מנהלים

תמצית מנהלים – מטרופולין

תיאור תמציתי של מטרופולין

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

מתודולוגיה

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

- תחזית תזרים המזומנים של מטרופולין הוערכה בהתבסס על מודלים פיננסיים של החברה הכוללים תחזיותיה והנחותיה לתזרימי המזומנים שיתקבלו מארבעת האשכולות שהחברה מפעילה לאחר מימון. לצורך בחינת התזרימים, קיבלנו מהחברה תקציב לשנת 2025 של מטרופולין ומודל פיננסי מאוחד המבוסס על מודלים פיננסיים שנבנו עבור כל אחד מהאשכולות.

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

שיעור ההיוון

- מחיר ההון (K_e) ששימש אותנו לצורך חישוב שווי הפעילות בשנות התחזית הינו כ-11.75%. מחיר ההון נאמד באמצעות שימוש במודל ה-CAPM (לחישוב שיעור התשואה הנדרשת על ההון העצמי של הפעילות). שיעור ההיוון ששימש אותנו לצורך חישוב השווי הטרמינלי הינו כ-2.0%, בהתאם להנחות שיפורטו בהמשך.

תמצית מנהלים

תמצית מנהלים – מטרופולין

ממצאים

- בהתאם להנחות המפורטות בגוף העבודה, שווי ההון העצמי של מטרופולין נאמד בכ- 600.8 מ' ש ליום 30 ביוני 2025, כמפורט להלן:

אלפי ש"ח	30/06/2025
שיעור היוון - Ke	11.75%
שיעור היוון לפעילות הטרמינאלית - Ke	13.75%
שווי הון עצמי אשכולות קיימים	392,965
מזומן (31/12/2024)	34,266
הזרמת הון בגין הקמת אשכולות ¹	65,000
שווי בסיסי אשכולות קיימים	492,231
תוספת חידוש אשכולות בגמר זיכיון	108,561
שווי כולל חידוש אשכולות	600,792

ניתוח רגישות

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

שיעור היוון (Ke)					שיעור היוון תוספתי לשווי טרמינלי
12.75%	12.25%	11.75%	11.25%	10.75%	
575,507	602,857	632,850	665,825	702,176	
562,199	587,820	615,830	646,525	680,248	
550,402	574,511	600,792	629,505	660,949	
539,930	562,714	587,484	614,467	643,928	
530,622	552,243	575,687	601,159	628,891	

תמצית מנהלים

תמצית מנהלים – ב.ג מוטורס

תיאור תמציתי של החברה

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

מתודולוגיה

- הערכת שווי פעילות ב.ג מוטורס בוצעה על-פי שיטת הוון תזרימי המזומנים הבלתי ממונפים (DCF). תזרימי המזומנים הונו במחיר ההון המשוקלל, התואם את רמת הסיכון של הפעילות.
- תחזית תזרים המזומנים נבנתה בהתבסס על הנחות ב.ג מוטורס להכנסות הצפויות ולשיעורי הרווחיות והצמיחה וכן על בסיס תקציב ב.ג מוטורס לשנת 2025.

- תזרים המזומנים בתחזית הערכת השווי ושיעור ההיוון לתזרים הינם בערכים נומינליים.
- לשווי הפעילות שהתקבל התווספו עודפי מזומנים ושווי מזומנים ונוכה חוב פיננסי – כך שהתקבל שווי ההון העצמי הכלכלי של החברה.

שיעור ההיוון

- שיעור ההיוון (WACC) אשר שימש להיוון תזרימי המזומנים נאמד בכ-16.7%.

תמצית מנהלים

תמצית מנהלים – ב.ג מוטורס

ממצאים

- בהתאם להנחות המפורטות בגוף העבודה, שווי ההון העצמי של פעילות ב.ג מוטורס נאמד בכ-44.8 מ' ש ליום 30 ביוני 2025. כמפורט להלן:

אלפי ש	30/06/2025
שיעור הון – WACC ¹	16.7%
שיעור צמיחה פרמננטית	4.00%
שווי פעילות	56,459
חוב פיננסי, נטו ²	(11,668)
שווי הון עצמי	44,791

ניתוח רגישות

- להלן ניתוח רגישות לשווי ההון העצמי של ב.ג מוטורס ביחס לשינויים במחיר ההון המשוקלל ובשיעור הצמיחה הפרמננטית:

שיעור הון					שיעור צמיחה פרמננטי
17.7%	17.2%	16.7%	16.2%	15.7%	
38,665	40,856	43,218	45,770	48,537	
39,230	41,508	43,970	46,637	49,537	
39,845	42,219	44,791	47,587	50,635	
40,517	42,997	45,692	48,629	51,843	
41,252	43,849	46,680	49,777	53,177	5.00%

1. מחיר ההון העצמי (K_E) נאמד בכ-20.6%.
2. באפריל 2025 נפרעו הלוואות בעלים ע"ס 3 מ' ש, חלק בון תור בפירעון - 1.5 מ' ש

תמצית מנהלים

תמצית מנהלים – סיכום

ממצאים

- בהתאם להנחות המפורטות בגוף העבודה, שווי אחזקות ג'נריישן קפיטל בבון תור נאמד בכ- 946.6 מ' ש' ליום 30 ביוני 2025. כמפורט להלן:

אלפי ש"	30/06/2025
פעילות ההיסעים (100%)	630,057
מטרופולין (100%)	600,792
ב.ג מוטורס (45%)	20,156
שווי הון עצמי בון תור	1,251,005
שווי אחזקות ג'נריישן קפיטל בבון תור (75.66%)	946,551



פרק א' – תיאור החברה והסביבה העסקית

פרק א' – תיאור החברה והסביבה העסקית

תיאור חברת בון תור בע"מ

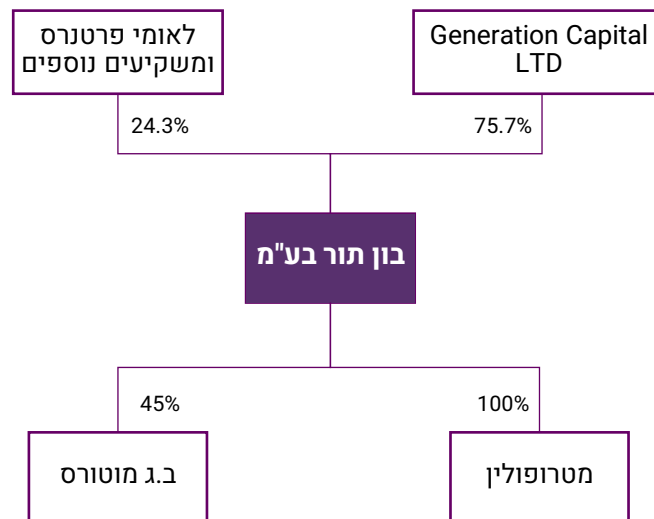
- חברת בון תור נוסדה בשנת 1988. החברה עוסקת במתן שירותי הסעות במגוון כלי רכב. החברה מספקת פתרונות תחבורה ושירותי היסעים להסעת המונים ולמגוון גדול מאוד של קהלים: ציבור הנוסעים בתחבורה ציבורית, חברות, מפעלים, גופים ציבוריים ומוסדיים גדולים, הסעות תלמידים, גופי בטחון וכו'.
- החברה פועלת בשלושה תחומי פעילות:

- תחבורה ציבורית (להלן: "תח"צ") – פעילות המתבצעת באמצעות מטרופולין (100%). מטרופולין, חברת תחבורה ציבורית גדולה עם מיקוד באזור גוש דן והמרכז, פועלת בארבעה אשכולות – הנגב, שרון-חולון מרחבי, השרון ואונו-אלעד. נכון להיום למטרופולין כ-2,400 נהגים, כ-1,925 אוטובוסים והיא מסיעה כ-70 מיליון נוסעים בשנה.

- היסעים – החברה היא הגדולה בישראל בתחום ההיסעים ומחזיקה ב-8 סניפים בפריסה ארצית. בתחום זה החברה מספקת שירותי הסעות ללקוחות כגון – ללקוחות עסקיים, רשויות מקומיות (לרבות מוסדות חינוך) ומשרדי ממשלה וכן ללקוחות פרטיים. כמו כן, החברה מפעילה מערכי נסיעות מיוחדים במסגרת פרויקטים לאומיים כגון: מכביה, הסעות מערך הביטחון (מאז פרוץ מלחמת "חרבות ברזל") ועוד. החברה מוגדרת כמפעל חיוני אשר נדרשת לספק שירותי הסעות גם במצבים ביטחוניים שונים.

- ייבוא רכבי הסעות, אוטובוסים ומשאיות – פעילות המתבצעת על-ידי ב.ג. מוטורס (45%), הכוללת מכירות בשוק החופשי וכן פעילות סינרגטית המשמשת בין היתר הן את מטרופולין והן את פעילות ההיסעים.

מבנה בעלות



פרק א' – תיאור החברה והסביבה העסקית

תיאור הסביבה העסקית

הסביבה המאקרו כלכלית בישראל

- על פי הלמ"ס, התמ"ג בישראל בשנת 2024 צמח בשיעור של 1%, בהמשך לעליה של 2% בשנת 2023.¹
- על פי תחזית בנק ישראל, שיעור צמיחת התוצר צפוי לעמוד על כ-3.3% בשנת 2025 וכ-4.6% בשנת 2026. תחזיות אלו מבוססות על ההנחה שיוסכם על הפסקת אש בטווח הקרוב ושלא תתרחש לחימה עצימה בעזה, וכן תוך מתן הערכה מעודכנת ביחס להשפעת המכסים עליהם הכריז הממשל האמריקאי, שלא תהיה עלייה משמעותית ברמת המכסים ביחס לרמה הנוכחית.²
- בחודש אפריל 2022, החל בנק ישראל בסדרה של העלאות ריבית, כך שנכון למועד העבודה, ריבית בנק ישראל עומדת על שיעור של 4.5%. בהתאם לתחזיות בנק ישראל, ממוצע תחזיות פרטיות והתחזיות הנגזרות משוק ההון, ריבית בנק ישראל לרבעון הראשון של שנת 2026 צפויה לעמוד על שיעור של 3.7%-3.7%.
- על פי הלמ"ס, בחודש אפריל 2025 שיעור הבלתי מועסקים עמד על כ-2.7% מכלל כוח העבודה, וזאת לעומת שיעור של כ-3.0% בשנת 2024.³
- על-פי תחזית בנק ישראל, שיעור האבטלה החזוי בשנים 2025-2026 צפוי לעמוד על כ-2.9% ועל כ-3.3%, בהתאמה.²
- האינפלציה בשנת 2024 הסתכמה לשיעור של 3.4%² וזאת לעומת שיעור של 3.3% בשנת 2023.⁴

- על פי תחזית בנק ישראל, בשנים 2025-2026 שיעור האינפלציה צפוי לעמוד על כ-2.6% וכ-2.0%, בהתאמה.
- בחודש אוקטובר 2023 אישרה חברת הדירוג S&P את דירוג האשראי של ישראל ברמה של (AA-) אך תחזית הדירוג שונתה כך שכעת תחזית הדירוג היא "שלילי". בנובמבר 2024 הורידה S&P את דירוג מדינת ישראל ל- (A-) בתחזית שלילית, ובמאי 2025 אשררה דירוג זה.⁵
- בחודש פברואר 2024 הודיעה חברת הדירוג מודי'ס (Moody's) על הורדת דירוג האשראי של מדינת ישראל מרמה של A1 לרמה של A2 ובספטמבר 2024 היא הודיעה על הורדה נוספת ל- Baa1. במרץ 2025 מודי'ס הותירה את הדירוג של מדינת ישראל על כנו.⁶
- להלן טבלת משתני המאקרו לשנים 2023-2025:

פרמטר	2023	2024	תחזית 2025
שיעור צמיחת התמ"ג	2.0%	2.0%	3.3%
שיעור האינפלציה	3.3%	3.4%	2.6%
דירוג חוב ממשלתי לטווח הארוך	⁷ (AA-)	⁷ (Baa1)/(A)	⁸ (Baa1)/(A)
ריבית בנק ישראל	⁷ 4.75%	⁷ 4.5%	⁸ 4.5%
שע"ח שקל-דולר	⁷ 3.627	⁷ 3.647	⁸ 3.372

6. MOODY'S – Israel
7. נתונים ליום 31/12 לאותה שנה
8. נתונים ליום 30/06/2025

4. גילאי 65-15, נתונים ממויני עונתיות
5. התחזית המקרו-כלכלית של חטיבת המחקר – בנק ישראל, אפריל 2024
6. מעלות S&P: דירוגי מדינות: אשרור דירוג מדינת ישראל

1. חשבונות לאומיים: אומדן שני של שנת 2023, מרץ 2024.
2. התחזית המקרו-כלכלית של חטיבת המחקר – בנק ישראל, יולי 2025.
3. נתונים מסקר כוח אדם לחודש אפריל 2025; לוח 6 – אחוז הבלתי מועסקים, ממוצע שנתי.

פרק א' – תיאור החברה והסביבה העסקית

תחבורה בישראל - כללי

- בישראל ישנם נכון לסוף שנת 2024 כ- 4.2 מיליון כלי רכב מנועיים. מתוכם כ- 3.67 מיליון רכבים פרטיים, כ-25,800 אוטובוסים וכ-15,200 מיניבוסים¹.
 - בין השנים 2005-2024 מספר כלי הרכב צמח בכ-100%, ובקצב שנתי של כ-3.7%. מספר כלי הרכב הפרטיים צמח בכ-126% ובקצב שנתי של כ-4.4%, לעומת זאת, מספר האוטובוסים ומיניבוסים צמח בכ-47% ובקצב שנתי של כ-2.1% בתקופה זו¹.
 - הנסועה בכבישי ישראל בשנת 2023 הייתה כ- 66,000 מיליוני ק"מ. מאז שנת 2005 כמות הנסועה צמחה בכ-58%, בקצב שנתי של כ-2.6%. לעומת זאת, שטח הכבישים היה כ-200,000 אלפי קמ"ר, נתון שצמח בכ-43% בתקופה זו וכ-2% בשנה ואורך הכבישים היה 21,158 ק"מ, נתון שצמח בכ-20% בלבד מאז 2005, בקצב שנתי של 1% בלבד².
- מדד השוואתי – נסועה שנתית, מצבת כלי הרכב, אורך ושטח כבישים³**
-
- | שנה | מצבת כלי רכב | אורך כבישים | שטח כבישים | נסועה |
|------|--------------|-------------|------------|-------|
| 2000 | ~100 | ~100 | ~100 | ~100 |
| 2005 | ~115 | ~105 | ~110 | ~110 |
| 2010 | ~135 | ~110 | ~120 | ~120 |
| 2015 | ~160 | ~115 | ~135 | ~135 |
| 2020 | ~190 | ~120 | ~155 | ~155 |
| 2023 | ~220 | ~125 | ~165 | ~165 |

- רמת המינוע בישראל בשנת 2024 היה כ- 421 רכבים לכל 1,000 נפש². נתון זה נמוך בהשוואה לרמה הממוצעת בשנים האחרונות בקרב המדינות מדינות נבחרות ב-OECD (שנת 2023) – 685 רכבים לכל 1,000 נפש. רמת המינוע בישראל צמחה בקצב שנתי של כ-1.8% מאז שנת 2005. כיום, שיעור הרכבים הפרטיים הוא כ-86% מסל כלי הרכב, בעוד בתחילת שנות ה-2000 שיעורם היה בממוצע כ-47%⁴.
- ההשקעה בתחבורה הציבורית במטרופולינים הגדולים בישראל נמוכה מאוד ביחס למטרופולינים מפותחים בעולם – בעוד בתל אביב, חיפה וירושלים ההשקעה במונחי דולר לנפש היא \$1,800, \$2,000, \$700 בהתאמה, בערים כמו מינכן - \$25,691, ברצלונה - \$17,558, ניו יורק - \$10,380, אמסטרדם - \$9,275 וערים רבות נוספות ההשקעה גבוהה יותר מפי 5 עד פי 10 מההשקעה בתל אביב⁵.
- רמת הצפיפות בכבישים בישראל – הנמדדת כנסועה לק"מ כביש – גבוהה פי 3.5 מהממוצע במדינות ה-OECD. הצפיפות והגודש מיוחסים לפער שנוצר מעלייה ברמת המינוע לעומת קצב פיתוח הכבישים וכן מהיעדר מענה תשתיתי והיעדר פיתוח של תחבורה ציבורית⁵. צפיפות זו צפויה להחמיר יחד עם קצב צמיחת האוכלוסייה הגבוה (כ-1.8%) וההערכה כי הפער מה-OECD ברמת המינוע יצומצם, דבר הבא לידי ביטוי בקצב צמיחת כלי הרכב הפרטיים שהינו מעל 4% בשנה⁶.
- עלות הגודש בכבישים כאחוז מהתמ"ג מוערך בכ-2% בישראל, לעומת מדינות מפותחות אחרות בהן עלות זו נאמדת בפחות מ-1.4%⁴. השפעת הגודש בכבישי ישראל ופגיעתו בכלכלה הינה משמעותית ומתבטאת באובדן תוצר בגין אובדן שעות עבודה ופנאי ובגין תאונות דרכים וזיהום אוויר. נזקי הגודש בכבישים לשנת 2040 עלולים להגיע לכדי כ-40 מיליארד ש"ח עד כ-70 מיליארד ש"ח בהיעדר טיפול בבעיה⁸.

1. הלמ"ס, רבעון לסטטיסטיקה של תחבורה מס' 1 לוח 38 – כלי רכב מנועיים לפי סוג
2. כלי רכב מנועיים בישראל בשנת 2024 – נסועה, רמת המינוע בישראל במדינות OECD
3. הלמ"ס, תרשים 5 – נסועה שנתית, מצבת כלי הרכב, שטח הכבישים ואורך, 2023-2000

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

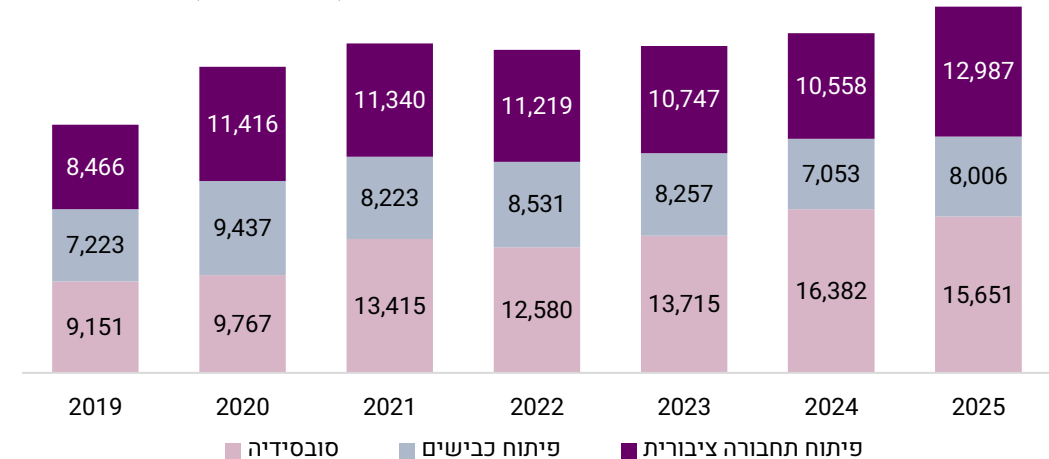
7. תקציב המדינה הצעה לשנת כספים 2023-2024
8. תיאור וניתוח הצעת תקציב משרד התחבורה לשנות הכספים 2021 ו-2022

פרק א' – תיאור החברה והסביבה העסקית

תחבורה ציבורית - כללי

- על פי נייר מדיניות שהוכן ע"י מכון אהרן באוניברסיטת רייכמן – להשקעה ציבורית בפיתוח תשתיות תחבורה, ובראשם תשתיות תחבורה ציבורית ומערכות להסעת המונים צפויה השפעה מהותית על הפריון והתוצר ע"י הגדלות האפשרות להניע כמות גדולה של עובדים אל מרכזי התעסוקה תוך שהיא מאפשרת תנועה מהירה בתוך מרכזי העסקים¹. ה-OECD מציין שאגרות גודש בשילוב תחבורה ציבורית הן כלי אפקטיבי להפחתת גודש במרכזי הערים².
- ועדת הכלכלה קבעה בדוח קידום התחבורה הציבורית בישראל כי על מנת לקדם את השימוש בתחבורה ציבורית נדרש להשקיע בנתיבי העדפה לתחבורה ציבורית, להגדיל את כמות נהגי האוטובוסים ולהשלים תשתיות חסרות (חניונים תפעוליים לאוטובוסים)³.
- תקציב ההשקעות בפיתוח תח"צ גדל בין השנים 2019-2025 בכ-53% (7.4% בשנה) בעוד תקציב ההשקעות בכבישים גדל בכ-11% (1.7% בשנה) בלבד באותם שנים.
- הרחבת שירותי תחבורה ציבורית באמצעות אוטובוסים נחשב לפתרון זול יותר ביחס לפתרונות אחרים כגון הקמת תשתיות חדשות עבור רכבת קלה, מטרו וכדומה.
- עד לשנת 2001 שלטו בכ-95% מענף התחבורה הציבורית שני התאגידים - אגד - אגודה שיתופית לתחבורה ציבורית בע"מ (להלן: "אגד") ודן חברה תחבורה ציבורית בע"מ (להלן: "דן"). משרד התחבורה החליט כי ישנו צורך לפתוח את ענף התחבורה הציבורית לתחרות, זאת בשל ירידה מתמשכת בשירות התחבורה הציבורית, ירידה ברמת השירות וחוסר רצון לשפרו, עלויות גבוהות אשר הובילו לעליית תעריפי הנסיעה, כניסה מאסיבית של מפעילים בלתי חוקיים ועוד.
- לפיכך, יצא משרד התחבורה בתוכנית התחרות לשנים 2018-2030, שמטרתה העיקרית להגדיל את מספר הנוסעים בתחבורה ציבורית בקצב העולה על שיעור צמיחת האוכלוסייה, שיפור איכות הנסיעה ותעריפיה וייעול הענף. שאיפת משרד התחבורה בתום התוכנית הייתה להגיע למבנה המורכב ממפעילים גדולים, בינוניים וקטנים בעלי ניסיון ויכולת להפעלת קווי שירות ברמה גבוהה והצפי היה שכ-70% מכלל האשכולות במדינה צפויים לצאת למכרז תחרותי עד שנת 2030⁴. בפועל קצב פרסום המכרזים ביחס לקווי אגד ודן נמוך משמעותית. נכון למועד הערכת השווי, במסגרת הדיונים עם פורום מפעילי התח"צ אודות ההסדרה הענפית, משרד התחבורה הודיע שיבצע שינויים בתוכנית התחרות⁵.

תקציב התחבורה על פני השנים 2019-2025 (במיליוני ₪)⁴



4. עיקרי תקציב המדינה לשנת 2025
5. תוכנית התחרות ענף התחבורה הציבורית לשנים 2018-2030, משרד התחבורה
6. ע"פ מידע שנמסר ע"י הנהלת החברה

1. מדיניות השקעות ציבוריות ורפורמות מבניות להעלאת הפריון והצמיחה במשק, מכון אהרן
2. Assessing incentives to reduce congestion in Israel - OECD 2109
3. דוח מסכם לסדרת ישיבות של ועדת הכלכלה בנושא תחבורה ציבורית בישראל - יולי 2018

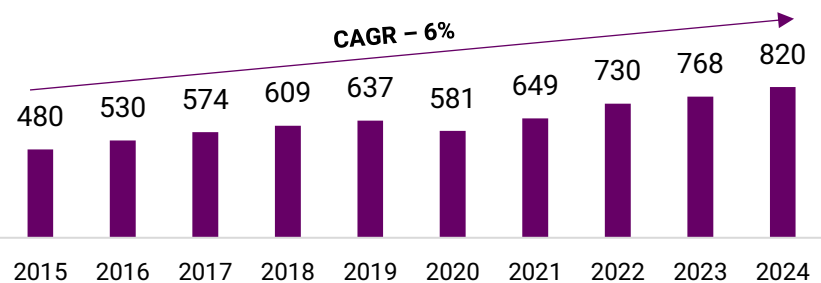
פרק א' – תיאור החברה והסביבה העסקית

תחבורה ציבורית - כללי

- התחבורה הציבורית באוטובוסים הינה אמצעי התחבורה הציבורי המרכזי במדינת ישראל. מוערך כי הסבסוד הממשלתי השנתי של פעילות זו הוא כ-13 מיליארד ש"ח בשנה ושמתבצעות כ-800 מיליון נסיעות נוסע בשנה ממוצעת, ע"י 27 מפעילי תח"צ¹.
- מספר השימושים השנתיים באוטובוסים בשנת 2023 היה מעל 721 מיליון, יותר מפי 10 מהשימוש ברכבות כ-65 מיליון בשנה, רכבת קלה – 44 מיליון ומטרונית בחיפה – כ-19 מיליון. מספר השימושים השנתיים באוטובוסים צמח בכ-10% בין השנים 2015 עד 2023².
- בשנת 2024 בוצעו נסיעות אוטובוסים בהיקף של כ-820 מיליון ק"מ, לעומת כ-768 מיליון ק"מ בשנת 2023, נתון שנמצא בקצב צמיחה שנתי של מעל 6% מאז שנת 2015³.
- נכון ליוני 2025, קיימים כ-15,200 אוטובוסים, מתוכם כ-1,9525 שייכים למטרופולין – הצי השלישי בגודלו לאחר אגד ודן. ישנם מעל ל-607 אלף מקומות ישיבה באוטובוסים⁴. מספר האוטובוסים צמח במעל 80% מאז 2015 וישנם מעל 3,000 קווי אוטובוס שונים⁵.
- בשנת 2024 כלל ענף האוטובוסים 23,868 משרות שכיר לעומת 22,479 בשנת 2023, והשכר הממוצע למשרת שכיר היה 11,881 ש"ח לחודש לעומת 11,808 ש"ח, בהתאמה. מספר נהגי האוטובוס צמח בכ-54% בין השנים 2016 ו-2024⁶.
- מספר תחנות האוטובוס בין השנים 2015 ועד 2023 גדל בכ-3.5% בלבד, כאשר בשנת 2023 עמדו מספר תחנות האוטובוס בישראל על סך של כ-28,643. לעומת זאת אורך הכבישים ושטחם צמחו בכ-10.1% ו-17.5% בתקופה זו בהתאמה⁷.

- אוטובוס הוא האמצעי השני הכי נפוץ להגעה לעבודה, אחרי רכבים פרטיים, אולם נתון זה נשחק בהדרגתיות בשנים האחרונות – בשנת 2015 כ-18% דיווחו שזהו אמצעי המועדף עליהם, לעומת כ-13% בלבד בשנת 2022⁸.
- באפריל 2023 פורסמה תכנית של משרד התחבורה בו לפי התכנית יושקעו כ-50 מיליארד ש"ח בקידום ופיתוח תשתיות תחבורה, זאת במסגרת סיכום תקציבי בין משרד האוצר למשרד התחבורה, כאשר מתוך הסכום 30 מיליארד ש"ח מיועדים לתכנית החומש לתחבורה עד 2027. הסיכום שם דגש בין היתר על פיתוח מערכות הסעת המונים וקישוריות מיטבית. בין היתר הוקצו כ-1.7 מיליארד ש"ח לתח"צ למימוש רפורמת התעריפים "צדק תחבורתי" ולטיפול במחסור בנהגים. כמחצית מהסכום שהוקצה לתכנית החומש נועד לשדרוג כבישים הכולל הוספת נת"צים⁹.
- תכנית יעדי הפיצול של משרד התחבורה קבע יעד עד 2050 של הפחתת השימוש ברכבים פרטיים מ-63% ל-30%, תוך הגברת השימוש באמצעי תח"צ מ-9% ל-30%¹⁰.
- על פי יעדי משרד התחבורה – עד שנת 2030 צפויים להיות כ-2,150 ק"מ נת"צים, לעומת כ-300 ק"מ בלבד בשנת 2022¹¹.

ק"מ שירות שנתי באוטובוסים, מיליון ק"מ²



1. דו"ח בקרה חצי שנתי על פעילות מפעילי התחבורה הציבורית
2. ריכוז נתונים מרכזיים בתחבורה ציבורית, הרשות הארצית לתחבורה ציבורית
3. הלמ"ס - רבעון לסטטיסטיקה של תחבורה - מס' 2, 2025
4. ציי רכב אוטובוסים - Data Gov, ריכוז נתונים מרכזיים בתחבורה ציבורית
5. הלמ"ס, תרשים 5 - נסועה שנתית, מצבת כלי הרכב, שטח הכבישים ואורכם, 2000-2023
6. הודעת דוברות משרד התחבורה, 18/04/2023
7. יעדי פיצול נסיעות לתנועה מקיימת בישובים בישראל, משרד התחבורה, 2021
8. פרוגרמות לצירי העדפה עתידיים בישראל, משרד התחבורה 2022
9. הלמ"ס - רבעון לסטטיסטיקה של תחבורה - מס' 2, 2025
10. הלמ"ס - רבעון לסטטיסטיקה של תחבורה - מס' 2, 2025
11. הלמ"ס - רבעון לסטטיסטיקה של תחבורה - מס' 2, 2025

פרק א' – תיאור החברה והסביבה העסקית

תחבורה ציבורית – כללי

- אשכול תחבורה ציבורית הינו פרויקט סגור הדומה במאפייניו לפרויקטי תשתית אחרים המבוצעים בשיתוף בין המדינה והמגזר הפרטי. הקמת אשכול נמשכת בדרך כלל כשנה ועשויה להתארך לעד כשנתיים, כתלות בגודל האשכול, מספר הפעילות להפעלה וכתלות בתשתיות הנדרשות להפעלתו.¹
 - הפעלת אשכול תחבורה ציבורית כרוכה בהשקעות הוניות משמעותיות הממומנות בעיקרן בחוב המגובה בשעבוד על הפרויקט. לאחר השלמת ההקמה מתחילה תקופת זיכיון של 10 עד 12 שנים המורכבת מתקופת בסיס ותקופות אופציה (10 שנים, עם אופציה של המדינה לשנה נוספת, במכרזים שפורסמו החל משנת 2020), במהלכה נהנית המפעילה מתזרימי מזומנים מהמדינה, המבוססים בעיקרם על קילומטרים מבוצעים (ולכן אינם תלויי ביקוש בעיקרם), על כמות התיקופים של הנוסעים ותמריצים נוספים. במסגרת המכרז משרד התחבורה מתווה את מפת הקווים ולוחות הזמנים והוא הגוף המשלם למפעילה הזוכה.¹
 - תנאי המכרזים מעניקים למפעילות הגנה מפני שינויים בעלויות ההפעלה. כגון שינויים במחירי הדלק והביטוח, וכן הגנה חלקית מפני עלייה בשכר הנהגים באמצעות הצמדת ההכנסות לסל הצמדות שנקבע במכרז, הכולל רכיבים שונים המשפיעים על עלויות הפעלת אשכולות התחבורה הציבורית ומעניק למפעילה הגנה מפני שינויים בעלויות. כמו כן, במסגרת תנאי המכרז קיים גם מנגנון שיפוי בגין מהירות הנסיעה, כך שירידה מתחת למהירות שמוגדרת במכרז מזכה את המפעיל בפיצוי כספי.¹
 - מכוח המכרזים נחתמים הסכמי הפעלה בין המדינה למפעילה הזוכה, כאשר הסכמים אלו מסדירים, בין היתר, את אזורי קווי האשכול, מסלול ותדירות הפעלתם, מדדים שונים שעל החברה לעמוד בהם, הפרות של הסכמי הזיכיון המקנים למדינה זכות להטלת קנסות ו/או לביטול ההסכם, מועדי סיום הזיכיון והתנאים למימוש אופציות הארכת הזיכיון.¹
- בתום חיי האשכול מוכרת המפעילה את האוטובוסים ששימשו להפעלתו, או מעבירה אותם לאשכולות חדשים.¹
 - בשנים הראשונות להקמת אשכול, ביצועי האשכול נמוכים יותר ביחס לשנים האחרונות של האשכול וכי על-פני אורך חיי האשכול ישנה שיפור ביעילות ההפעלה, בין היתר מהסיבות הבאות: (א) היקף הוצאות המימון גבוה יותר בשנים הראשונות להפעלה; (ב) מודל הרחבות השירות אטרקטיבי יותר לאחר עדכון מפת הבסיס.¹
 - להלן טבלת אשכולות החברה:

שם האשכול	הנגב	שרון חולון (רחבי שח"מ)	השרון	אנו-אלעד	סה"כ
סטאטוס	פעיל	פעיל	פעיל	פעיל	
נוסעים בשנה ²	כ- 9 מ'	כ- 16 מ'	כ- 18 מ'	כ- 24 מ'	כ- 67 מיליון
ק"מ נסועה ²	כ- 33 מ'	כ- 23 מ'	כ- 18 מ'	כ- 21 מ'	כ- 96 מיליון
תחילת זיכיון	2014	2018	2024	2023	
סיום זיכיון ³	סוף 2026 ⁴	2031-2032	2034-2035	2033-2034	

- למטרופולין סניפים ועמדות מקומיות ברחבי הארץ, הנועדו לתמוך בפעילות האשכולות השונים ותפעולם, כאשר פריסתם משתנה בהתאם לאשכולות שבהפעלת מטרופולין ומפות הפריסה.¹
- במונחי ק"מ נסועה, חברת מטרופולין היא חברת התח"צ השנייה בגודלה בישראל אחרי אגד, עם נסועה של כ-100 מיליון ק"מ בשנה.¹

1. המידע בשקף זה נמסר על-ידי הנהלת החברה.

2. תקציב לשנת 2025

3. התאריך כולל שנת הארכה להפעלת הזיכיון, לא כולל נתוני ההסדרה המסתמנת

4.

צפי להארכת האשכול 4 שנים במסגרת ההסדרה הענפית

פרק א' – תיאור החברה והסביבה העסקית

תחבורה ציבורית – קנסות וציון מפעיל, מס נסועה

קנסות וציון מפעיל

- בהתאם לתנאי המכרזים, אי עמידה ברמת ובתנאי השירות ואי עמידה בהוראות הסכם ההפעלה עשויים לחשוף את מטרופולין לקנסות מצד משרד התחבורה. הקנסות כוללים בין היתר, קנסות בגין אי ביצוע של נסיעות, לרבות איחורים, אי עמידה בתדירות הקו ולוחות זמנים וכיו"ב וכן קנסות בגין ליקויים שונים בשילוט, מערכות כרטוס, נסיעה לא זהירה, תחזוקה וכדומה.¹
- אחת לחציון משרד התחבורה מפרסם דו"ח בקרה על פעילות מפעילי התח"צ. בחציון הראשון של שנת 2024 מטרופולין הייתה במקום האחרון בציון המפעילים עם (ציון 57.35), כאשר בחציון השני של 2024 היא הראתה שיפור קל של כ-1.7 נקודות ועלתה בדירוג מעל תנופה ודן. בציוני האשכולות לחציון השני של 2024, כל ארבעת האשכולות של החברה נמצאים מתחת לממוצע הציונים הארצי, ואשכולות שח"מ ואונו-אלעד של החברה מאכלסים את שניים מתוך שלוש האשכולות האחרונים בדירוג.²
- להערכת מטרופולין, הציון הנמוך בדוחות האחרונים מושפעים באופן משמעותי מהשלמת הקמת שני האשכולות החדשים שלה (אונו-אלעד והשרון החדש), שכן באופן טבעי בתקופת הקמה של אשכול (וביתר שאת שני אשכולות), רמת הביצועים והמדדים התפעוליים אינה מיטבית (J-Curve). על פי הערכות החברה ביחס לדוח הבקרה שיפורסם ביחס לחציון הראשון של שנת 2025, היא צופה כי ציון המפעיל שלה יעלה משמעותית ביחס לדוח האחרון וימקם אותה באזור ממוצע המפעילים.³
- לציון המפעיל השלכות על החברה בשני מישורים – הראשון הוא פגיעה ברווח של החברה בדמות קנסות המוטלות ע"י משרד התחבורה על אי עמידה בתנאי השירות ובהוראות הסכם ההפעלה, כאמור לעיל. השני הוא פגיעה ביכולת של החברה לזכות במכרזים חדשים, כאשר המדדים התפעוליים הם בעלי משקל בבחירת הזוכים, וכן משמשים כתנאי למימוש תקופות האופציה באשכולות ע"י משרד התחבורה. עם זאת, לא ידוע על מקרה בו משרד התחבורה לא מימש את תקופת האופציה.¹

מס נסועה (אגרות גודש)³

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

דוגמאות מהעולם להשפעות אגרות גודש

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

1. המידע על קנסות נמסר על ידי הנהלת החברה.
2. דו"ח בקרה חצי שנתי על פעילות מפעילי התחבורה הציבורית, חציון שני 2024.
3. ר' שקף 52 לפירוט מדדי הביצוע של החברה לתחילת שנת 2025 לעומת שנת 2024.
4. המידע על אגרות הגודש נמסר ע"י הנהלת החברה, בהסתמך על עבודה של חברת שלדור.

פרק א' – תיאור החברה והסביבה העסקית

הסדרה ענפית

הסדרה ענפית

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

עיקרי מתווה ההסדרה הענפית העומדים על הפרק¹:

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

- תהליך ההסדרה הענפית, אשר נמצא בשלב מתקדם יחסית, צפוי לייצר אופטימיזציה במפות הנסועה, התאמה בין הרכיב הקבוע לרכיב תלוי הביקוש וצפוי להיות מלווה בהארכת הסכמי הזיכיון או פיצוי חלקי הארכה. השלמת ההסדרה צפויה במהלך החציון השני של 2025.
- על פי מתווה שהועבר לידיה על ידי משרד התחבורה, צפוי כי ארבעת אשכולות התחבורה הציבורית של מטרופולין יוארכו בעד 4 שנים, או לחילופין יקבלו פיצויים כספיים שווים ערך.
- למתווה ההסדרה המסתמן השלכות מהותיות על החברה ותחזיותיה קדימה:
 - ❖ מח"מ התזרימים הצפויים מאשכולות התח"צ הנוכחיים יוארך (ככל והמנגנון שייקבע יהיה הארכת אשכולות כאמור) ומספק נראות תזרימית שאינה מסתמכת על זכייה במכרזים חדשים, עד שנת 2039.
 - ❖ בטווח הקצר והבינוני, יעדי הרידוד של מפות השירות וההסטה של קווים יקטינו את ההכנסות והתזרימים.
 - ❖ בהתאם, סביר כי החברה תפעל להתאים את פריסת החוב הקיים שלה למח"מ המעודכן והמוארך של האשכולות, מהלך הדורש אישור של הממנים ואשר לו השפעות בין היתר, על מבנה ההון ועל הסכמות והתניות שונות הנוגעות בשינוי הסכמי המימון.

1. המידע בשקף זה נמסר על-ידי הנהלת החברה.

פרק א' – תיאור החברה והסביבה העסקית

יתרונות השימוש בתחבורה ציבורית

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

פרק א' – תיאור החברה והסביבה העסקית

תחום ההיסעים

- בון תור היא מבין חברות ההיסעים הגדולות בישראל. יחד עם צמיחה חזקה בשנים האחרונות, בון תור מפגינה יציבות תפעולית ואופטימיזציה בתפעול שמקבלים ביטוי גם בתוצאות הכספיות ובמגמת הרווחיות העולה וגם באמון לה היא זוכה מהלקוחות הקיימים שלה (בדרך של הארכה והרחבה של הפעילות עימם) ומלקוחות חדשים גדולים שגויסו בשנים האחרונות.
- תחום ההיסעים בישראל הינו תחום המבוסס על מתן שירותי הסעה פרטיים ללקוחות קבועים ומזדמנים. הלקוחות הקבועים הם מוסדיים ברובם, כגון מוסדות חינוך, משרדי ממשלה, רשויות מקומיות, תעשיות ביטחוניות, מפעלים, הסעות לגיל השלישי ולחולים, עסקים, חברות עתירות כוח אדם וכד', כאשר ההתקשרות עם מרביתם נעשית בדרך של מכרזים לתקופות של 3-5 שנים. לקוחות מזדמנים הם לרוב מבקשי שירות לטיולים (לרבות תיירים), אירועים ודומיהם.¹
- אופי פעילות התחום – חסמי הכניסה לתחום נמוכים, על כן מתחרים יכולים להתאפיין בצי של מספר רכבים בודדים ועד ציים עם מאות כלי רכב. במכרזים מסוימים ישנן דרישות סף המצמצמות את כמות המתמודדים, כגון היקף הכנסות מינימלי וכמות כלי רכב. כמו כן, בנוסף להפעלת רכבים בבעלות, ישנו שימוש רב בקבלני משנה קטנים המחזיקים ברכבים בודדים או תחנות מוניות וחברות היסעים במיקומים בהם אין כדאיות להחזיק צי רכב ייעודי או לחיזוק הצי הקיים. השימוש בקבלני משנה גדל לאור הצמיחה האורגנית בפעילות, הגמישות התפעולית בהפעלת קבלני משנה ולאור העובדה ששיעורי הרווחיות בדרך כלל גבוהים יותר.²
- שוק ההיסעים מאופיין בריבוי שחקנים (כ-470 חברות), אשר נותנים מענה לצרכנים השונים ומגוון רחב של קהלי יעד. עם זאת, מוערך ש-12 החברות הגדולות בענף מחזיקות בנתח שוק של כ-36%.³ על מתן שירותי היסעים לגופים גדולים מתחרה מספר מצומצם של חברות גדולות (בעלות למעלה מ-100 רכבי הסעה). התחרות מתבטאת, בין היתר, בתנאי סף הכוללים היקף הכנסות שנתיות, בדרישות לצי רכב גדול, מגוון וחדיש, ברמת אבזור הרכבים ואיכות התחזוקה, מספר הנהגים והכשרתם, טיב ורמת השירות ותמחור.³
- השחקנים הבולטים בענף, מלבד בון תור, הם בין היתר: אגד היסעים, מאיה תור, החברה לפיתוח גוש עציון, מסיעי אריה שאשא, אמנון מסילות, מוני סיטון, יונייטד טורס ומספר חברות נוספות.²
- להערכת בון תור פועלים בישראל כ-20 אלף נהגים באמצעות כ-18 אלף רכבי הסעה בגדלים שונים, בעלי קיבולת נוסעים של בין 8 ל-60 נוסעים.³ כ-51% מהאוטובוסים בענף הינם אוטובוסים עם מעל ל-20 מושבים והגיל הממוצע של אוטובוס בענף ההסעות הפרטיות הינו 6-5 שנים.²
- להערכת בון תור, הכנסות הענף נכון למועד הערכת השווי הן כ-5 מיליארד ש"ח, וימשיך לצמוח בשיעור של כ-4%-3% בשנה.³
- מוערך כי כ-70% מהנסיעות הקבועות, מקורן בזכייה במכרזים פומביים.² בון תור מציינת שהיקף הנסיעות הקבועות בפעילותה גבוה משמעותית מאחוז הנסיעות הקבועות בענף.¹
- הרווח הגולמי הממוצע בענף מהווה כ-17%-14% מסך מחזור ההכנסות של החברות הפועלות בו, ואילו הרווח התפעולי הממוצע (לאחר הוצאות פחת) עומד על כ-6%-4%.²
- להלן הרכב ההוצאות העיקריות של שחקני הענף מהפעלת רכבי הסעות, כאשר באוטובוסים גדולים מרכיבי השכר נמוכים יותר והוצאות הפחת והדלק גבוהים יותר לעומת רכבים קטנים:²
- בשנים האחרונות חל גידול בהוצאות התפעוליות בענף, בין היתר בעקבות התייקרות במחירי האנרגיה לצד שיבושי לוגיסטיקה ואספקה, עלייה במחירי הרכבים ואחזקתם, עלייה במחירי הצמיגים ועלייה במחירי הביטוח. עם זאת, שחקני הענף מתקשים להעלות מחירים בקרב ההסעות הקבועות, ובמיוחד בתחום הסעות התלמידים. על אף האמור, בקרב ההסעות המזדמנות חלה עליית מחירים ממוצעת של כ-8%-2.8%.

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

פרק א' – תיאור החברה והסביבה העסקית

תחום ההיסעים

פעילות ההיסעים של בון תור

- על-פי הערכות החברה, נתח השוק שלה בשנת 2024 נאמד בכ-8.5%, זאת לאחר שהכנסות החברה צמחו בכ-20% בממוצע בשלוש השנים האחרונות. לצד הצמיחה החזקה, החברה מציגה שיפור מתמשך בשיעורי הרווחיות, כאשר היא נהנית מיתרונות לגודל ויכולת גבוהה לשימוש בקבלני משנה המקנים לחברה גמישות כמפורט להלן. החברה ממוצבת כנותנת שירות ברמה גבוהה עם מוניטין רב.
- לבון תור כ-220 כלי רכב קטנים ומיניבוסים וכ-100 אוטובוסים. תחלופת כלי הרכב הקטנים מתבצעת בכל 5-6 שנים ובאוטובוסים כל כ-8 שנים. חלק מרכישות הרכבים מתבצעות מב.ג. מוטורס.²
- בון תור מעסיקה כ-280 נהגים שכירים הנוהגים ברכבים בבעלותה. בנוסף, החברה מפעילה מאות רכבים תחת רישיון ההפעלה שלה באמצעות קבלני משנה, כאשר עלויות שכר הנהג, עלויות רכישת ואחזקת הרכב, הדלק והרישוי הן באחריות קבלן המשנה.²
- עיקר הפעילות של בון תור היא בהתקשרויות קבועות, אשר מרביתן נקבעות בהליכים תחרותיים עם חסמי כניסה מפני מתחרים קטנים כאשר דרישות הסף לרוב מתמקדות בהיקף הכנסות ומספר כלי רכב מינימליים. בין הלקוחות נמנים חברות וגופים גדולים במשק, בין היתר בתחום התעשייה הביטחונית, רשויות מקומיות וממשלתיות וחברות פרטיות. לחברה אין תלות בלקוח בודד.²
- פעילות ההיסעים בבון תור מנוהלת באמצעות מטה מרכזי, המאפשר ניצול יתרונות לגודל בתחומי התפעול והרכש. לצד המטה המרכזי, בון תור מפעילה 8 סניפים מקומיים בפריסה ארצית המקבלים תמיכה מהמטה המר אשר מאפשרים מתן שירותים באזורים נרחבים ברחבי הארץ לצד היכולת לרכז את כלל שירותי ההסעה תחת קורת גג אחת. הסניפים מקבלים תמיכה שוטפת מהנהלת החברה, אשר גם מבצעת מהלכים חוצי ארגון.²

- לחברה שני אפיקי צמיחה: האפיק הראשון הוא צמיחה אורגנית הנעשית באמצעות התקשרויות חדשות, הנתמכות בפעולות שיווק ומכירות, השתתפות במכרזים תוך שיפור הפריסה הגיאוגרפית.²
- אפיק הצמיחה השני הוא באמצעות פעילות של מיזוגים ורכישות המאפשרות ניצול סיnergיות ומינוף הרכישה, כאשר בדרך כלל רכישה נעשית על מנת להקים סניפים חדשים באזורים גיאוגרפיים אליהם בון תור טרם חדרה. יצוין כי בשנת 2024 בון תור ביצעה רכישה של פעילות ההיסעים והמשא של עומר טל היסעים ונכסים בע"מ הפעילה בנוף הגליל ובאזור הצפון עם הכנסות שנתיות מוערכות בכ-40 מ' ש, עלות הרכישה הייתה כ-21 מ' ש. בנוסף רכשה בון תור תחנת מוניות קטנה במרכז בעלות של כ-1.5 מ' ש.²
- השפעת מלחמת חרבות ברזל ומבצע עם כלביא: היקף פעילות ההיסעים בבון תור חזר לרמתו טרם המלחמה, ואף רשם גידול משמעותי בפעילות מול גופים ביטחוניים.² למבצע עם כלביא היה השפעה לא מהותית על פעילות החברה. מיד עם סיומו, החברה חזרה לפעילות מלאה.¹
- סיכונים ספציפיים לפעילות ההיסעים (מידת הסיכון): מצב בטחוני/מדיני (בינוני) – במקרה של החמרה במצב הבטחוני עלול להיות צמצום פעילות עד השבתה של המשק דבר העשוי לצמצם את פעילות ההיסעים, אולם השפעה זו ממותנת באמצעות התקשרויות קבועות עם מפעלים חיוניים. מחסור בנהגים (גבוה) – בענף התח"צ וההיסעים קיים מחסור מתמשך בנהגים ותחלופה גבוהה בנהגים הקיימים, בעקבות אורך ההכשרה והשחיקה הגבוהה של הנהגים. החמרת המצב עשוי להגדיל את עלויות השכר או להקשות על החברה לעמוד בהתחייבויותיה. עומס בכבישים (גבוה) – העומס ההולך והגובר בכבישי ישראל מאט את מהירות הנסיעה ופוגע ביעילות התפעולית, בון תור פועלת להתאמת ההתקשרויות עם לקוחותיה בהתאם. אי חידוש התקשרויות (בינוני) – אי חידוש התקשרויות בהיקף נרחב עלול לגרום ירידה בהיקף הפעילות, עם זאת אין לחברה תלות בלקוח בודד.^{2,3}

1. להערכת הנהלת החברה

2. דוח שנתי-ג'נריישן קפיטל – 2024

3. לפירוט אודות סיכונים נוספים, יש לעיין בדוח הכספי השנתי של ג'נריישן קפיטל

פרק א' – תיאור החברה והסביבה העסקית

תחום ייבוא כלי רכב

ענף הרכב בישראל

- מרכיבי המיסוי בישראל מייקרים בעשרות אחוזים את עלות הרכב, בהשוואה לארה"ב ואירופה, ומהווים גורם מהותי בהשפעה על רמת המינוע הנמוכה בישראל.¹
- התפתחויות טכנולוגיות בענף כגון כלי רכב מונעי חשמל וכלי רכב אוטונומיים, לצד מודלים של שיתוף נסיעות ועל רקע נתוני הצפיפות הגבוהים, צפויים בטווח הארוך לשנות את שרשרת הערך בענף הרכב ומציבים אתגרים והזדמנויות בפני השחקנים הקיימים.¹
- בשנים האחרונות, חווה הענף האטה קלה בהיקפי פעילותו בהשוואה לשנת השיא של 2016, זאת כתוצאה מהקשחת רגולציה של בנק ישראל כלפי הבנקים וחברות כרטיסי האשראי למתן אשראי לענף הרכב, מיצוי יחסי של הביקושים (בהשוואה לשנים קודמות), גודש גובר בכבישים ועוד.¹
- בשנים 2022-2024 שוק הרכב בישראל חווה סטגנציה כאשר הצמיחה במסירות כלי רכב היה כ-1% בשנה, וכן נצפתה האטה ביחס לשנים קודמות, כאשר נמסרו בממוצע כ-270,000 כלי רכב חדשים (עד 3.5 טון) בשנים אלו, לעומת כ-289,000 רכבים בשנת 2021. האטה זו צפויה להמשך בשנת 2025 ההאטה נגרמה בין היתר מהסיבות שנמנו לעיל וכן מעליות הריבית אשר הביאו לייקור עלויות המימון, מפירות השקל שגורר עלייה במחירי הרכבים, שיבושי הובלות לנמלי ישראל ושיבושים נוספים כתוצאה מהמלחמה.²
- ייבוא מקביל: נתח השוק של רכבים מיבוא מקביל צמח מ-0.7% ל-3.1% בין השנים 2016-2020. היקף כלי הרכב שנרשמו בישראל בשנת 2023 משקף לייבוא המקביל והזעיר נתח שוק של כ-3.1%.³

ייבוא רכבים מסין ורכבים חשמליים

- בשנים האחרונות נצפתה עלייה משמעותית בשיעור כלי הרכב המיובאים מסין, כאשר בשנת 2024 הרכבים הסיניים הובילו בייבוא הרכבים עם כ-23.4%, עלייה מ-17.5% ו-9.4% מהשנים 2023 ו-2022 בהתאמה. מגמה זו משמעותית בעיקר בתחום ייבוא הרכבים החשמליים, שם נתח השוק של הרכבים הסיניים היווה כ-40% מהמסירות בשנת 2024.⁴
 - במקביל לייבוא ההולך וגובר של רכבים סיניים, נצפה בשנים האחרונות גידול מהותי בכמות מסירות כלי הרכב החשמליים וההיברידיים, כאשר בשנת 2024 נמסרו כ-125,000 רכבים (עד 3.5 טון) לעומת כ-46,600 שנמסרו בשנת 2020 – גידול של כ-168% בין השנים, וכ-28% בשנה. הרכבים החשמליים והסיניים היוו כ-23% מסך מסירות כלי הרכב בשנת 2024. לעומת זאת, בינואר 2025 הם היוו כ-16% בלבד מסך המסירות.²
 - נתח הרכב החשמלי המלא מסך השוק עשוי להתמתן בשנים הקרובות ובתוך כך הרכבים המיובאים מהמזרח, וזאת בשל הפחתה בהטבת מס קניה לרכב חשמלי מלא ובשל רגולציה אירופאית מחמירה (WVTA) המחייבת את יצרני הרכב לאמץ אנרגיה חליפית בכל שלבי הייצור של כלי הרכב ולהתאים את הרכבים לתקינה האירופאית.²
- ייבוא רכב נכד**
- לאחר מספר שנות צמיחה בשוק המשאיות בישראל, בשנים 2023 ו-2024 חלה ירידה של 5.5% ו-21%, בהתאמה, ברישוי משאיות במשקלים 7-12 טון.²
 - המתחרים העיקריים בתחום: UTI, מאיר חברה למכוניות ולמשאיות, כלמוביל, תעבורה אחזקות, מכשירי תנועה ומשאיות וסוכנות מכוניות לים התיכון.²

1. דו"אנד בידסטריט: ממונת מצב – ענף הרכב 2023
2. יוניברסל מוטורס ישראל – דו"ח שנתי 2024

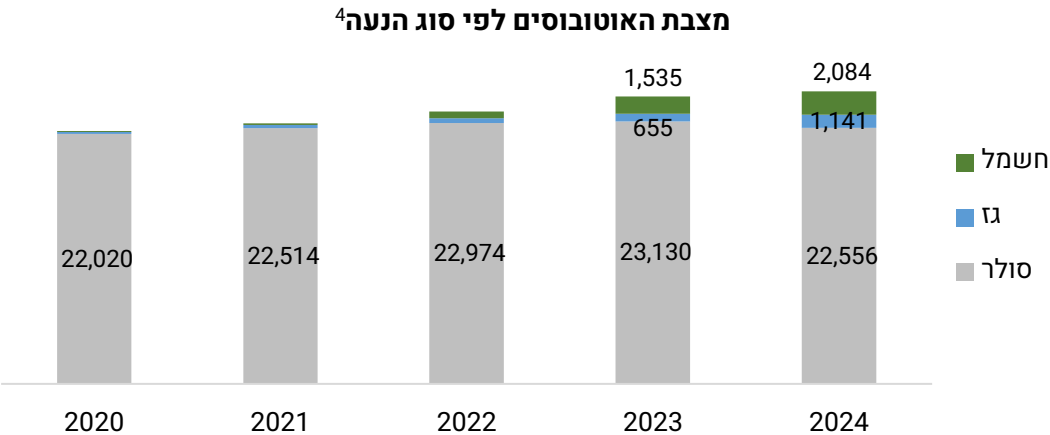
3. קרסו מוטורס – דו"ח שנתי 2024
4. דלק רכב – דו"ח שנתי 2024

פרק א' – תיאור החברה והסביבה העסקית

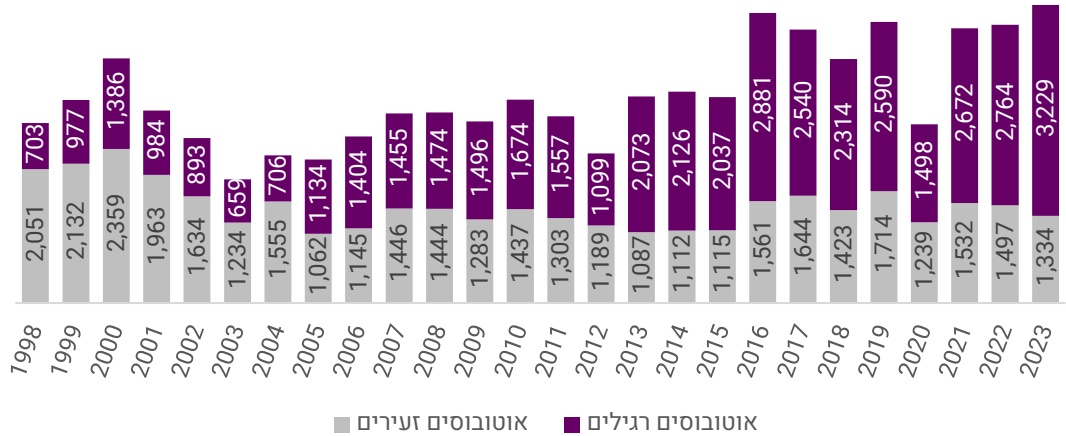
תחום ייבוא כלי רכב

ייבוא רכבים ציבוריים

- הגרף להלן מציג את מכירות האוטובוסים הרגילים והאוטובוסים הזעירים בישראל בשנים 1998-2023:
- הממשלה הציבה יעד למעבר לרכש 100% אוטובוסים מאופסי פליטה עד שנת 2025², ולהפסקת יבוא רכבים מזהמים משנת 2030³. ניתן לראות בגרף להלן כי מרבית האוטובוסים שהתווספו בשנים 2023-2024 מונעים על ידי חשמל או גז:



- בי ג'י מוטורס מתמקדת בייבוא ישיר של אוטובוסים חשמליים ודיזל - מותג GREE מסין; מיניבוסים דיזל- מותג KARASAN מטורקיה; ומשאיות דיזל - מותג FAW מסין, בתהליך הסבה לתקינה אירופאית (טרם נמכרו יחידות); ובייבוא מקביל של רכבים מסחריים - ספרינטרים ומשאיות קלות - תוצרת מרצדס בייבוא מטורקיה.



- ניתן לראות כי בשנים 1998-2023 הייתה ירידה של כ-35% במכירות האוטובוסים הזעירים.
- לעומת זאת, סך יבוא האוטובוסים הכולל גדל לאורך זמן, כתוצאה מגידול ביבוא אוטובוסים רגילים. מגמה זו כנראה נובעת מגידול טבעי באוכלוסייה, אשר מביא לגידול בביקוש לתחבורה ציבורית.
- על אף האמור לעיל, ניתן לראות מגמות שונות בפרקי זמן מסוימים. כך למשל, ניתן לראות ירידה במכירת אוטובוסים בשנים 2000-2003, שניתן לייחסה למצב הבטחוני הבעייתי ולמיתון ששררו בישראל באותן שנים. בנוסף, ב-2020 ניתן לראות ירידה חדה, בהשוואה לשנת 2019, כתוצאה ממשבר הקורונה והסגרים הממושכים.

4. הלמ"ס - כלי רכב מנועיים 2024 - אוטובוסים לפי סוג הנעה.

1. הלמ"ס - כלי רכב מנועיים 2023 - לוח 43. תוספות וגרועות כלי רכב
2. טיוטת הוראות למניעה וצמצום של זיהום אוויר מצי כלי רכב, אתר החקיקה הממשלתי
3. כלי רכב חשמליים בישראל ובעולם - נתונים ומדיניות, מרכז המחקר והמידע של הכנסת, דצמבר 2021



פרק ב' – ניתוח דוחות כספיים

פרק ב' – ניתוח דוחות כספיים

פעילות ההיסעים

נכסי מאזן (סולו) ¹

אלפי ₪	2022	2023	2024	31/03/2025
מזומנים ושווי מזומנים	45,652	49,797	27,823	19,666
לקוחות	56,847	52,119	60,885	81,576
חייבים ויתרות חובה	2,135	6,521	32,651	20,531
רכוש קבוע המיועד למימוש	-	-	-	-
סך נכסים שוטפים	104,634	108,438	121,359	121,773
פיקדונות מוגבלים בבנקים לז"א	254	266	278	281
חייבים ויתרות חובה לזמן ארוך	815	756	564	1,340
השקעות בחברות	184,497	273,708	196,295	183,204
נכסים בלתי מוחשיים, נטו	29,422	28,462	48,100	47,513
רכוש קבוע, נטו	64,462	61,948	69,710	83,479
יעודה לפיצויים, נטו	-	-	-	-
סך נכסים לא שוטפים	279,450	365,140	314,947	315,816
סך נכסים	384,085	473,578	436,307	437,589

שינויים במהלך 2024

- חייבים ויתרות חובה** – ברבעון הרביעי 2024 החברה נתנה הלוואה לבעלים, ג'נריישן קפיטל, ע"ס 18,279 אלפי ₪. ההלוואה הופיעה בסעיף חייבים ויתרות חובה במאזן 31/12/2024. ההלוואה נפרעה במלואה ברבעון הראשון של 2025.
- נכסים בלתי מוחשיים** – הגידול בנכסים הבלתי מוחשיים נובעים בעיקר מזיכיונות ומוניטין בעקבות רכישת פעילות ההיסעים עומר טל.

פרק ב' – ניתוח דוחות כספיים

פעילות ההיסעים

התחייבויות מאזן והון עצמי (סולו) ¹

אלפי ₪	2022	2023	2024	31/03/2025
הלוואות לזמן קצר וחלויות שוטפות	51,724	52,519	28,171	44,795
ספקים ונותני שירות	89,268	86,417	104,481	92,454
זכאים ויתרות זכות	18,819	19,073	29,601	27,756
סך התחייבויות שוטפות	159,811	158,008	162,253	165,004
התחייבויות לזמן ארוך לתאגידים בנקאיים	104,468	141,753	154,592	154,178
הלוואות בעלים	-	-	-	-
התחייבויות לזמן ארוך	-	-	4,057	4,434
מסים נדחים	8,504	7,526	4,375	3,940
עתודה לסיום יחסי עובד-מעביד, נטו	207	324	294	337
סך התחייבויות לא שוטפות	113,179	149,604	163,318	162,888
סך הון עצמי	111,095	165,967	110,736	109,697
סך התחייבויות והון	384,085	473,578	436,307	437,589

שינויים במהלך 2024

- **התחייבויות לזמן ארוך לתאגידים בנקאיים:** הגידול בסעיף בשנת 2024 נבע ברובו ממימון שנרכש לרכישת פעילות.
- **ספקים ונותני שירות:** הגידול בסעיף בשנת 2024 מוסבר ע"י גידול במחזור החברה. שיעור הספקים מהמחזור תואם את הממוצע הרב שנתי של החברה.
- **זכאים ויתרות זכאות / התחייבויות לזמן ארוך:** עיקר הגידול בסעיפים אלו נובע ממענקי פאנטום לעובדי הנהלה שטרם מומשו במזומן.
- **הון עצמי** – הקיטון בהון העצמי נובע מהפסד של מטרופולין בשנת 2024.

פרק ב' – ניתוח דוחות כספיים

פעילות ההיסעים

הון חוזר¹

אלפי ₪	2024	2023	2022
לקוחות	60,885	52,119	56,847
חייבים ויתרות חובה	2,684	3,917	1,830
חייבים לזמן ארוך	286	649	635
ספקים	104,481	86,417	89,268
זכאים ויתרות זכות	19,787	15,855	15,664
הון חוזר, נטו	(60,414)	(45,586)	(45,620)

- שיעור ההון החוזר הממוצע של החברה (מתוך סך ההכנסות) בשנים 2019-2024, בנטרול שנת 2020, הינו שלילי ועמד על כ-13.0% על-פי הבהרות הנהלת החברה, שנת 2020 הושפעה ממגפת הקורונה ואינה מייצגת את הפעילות.
- יצוין כי מסעיף זכאים בשנת 2024 נטרלו כ- 7,609 אלפי ₪ שנזקפים להתחייבויות בגין מענקי פאנטום לעובדים.

חוב פיננסי, נטו¹

אלפי ₪	2024	2023	2022	31/03/2025
מזומנים ושווי מזומנים	(27,823)	(49,797)	(45,652)	(19,666)
פקדונות מוגבלים בבנקים לז"א	(278)	(266)	(254)	(281)
פקדונות (חייבים ויתרות חובה)	(84)	(172)	(63)	(87)
יעודה לפיצויים, נטו	-	-	-	-
צדדים קשורים	1,936	3,218	3,155	636
הלוואות לזמן קצר וחלויות שוטפות	28,171	52,519	51,724	44,795
התחייבויות ז"א לתאגידים בנקאיים	154,592	141,753	104,468	154,178
הלוואות בעלים	-	-	-	-
סך חוב (עודף) פיננסי, נטו	164,123	144,715	112,956	179,575

1. על פי תקינת דיווח כספי ישראלית

פרק ב' – ניתוח דוחות כספיים

פעילות ההיסעים

רווח והפסד¹

אלפי ₪	2022	² 2023	² 2024	31/03/2025
הכנסות	331,656	363,106	420,723	127,790
YOY	34.5%	9.5%	15.9%	28.0%
הוצאות הפעלה	(277,665)	(300,927)	(342,108)	(102,350)
רווח גולמי	53,991	62,179	78,615	25,441
% מההכנסות	16.3%	17.1%	18.7%	19.9%
הוצאות הנהלה וכלליות	(20,038)	(23,972)	(32,821)	(8,761)
% מההכנסות	6.0%	6.6%	7.8%	6.9%
רווח תפעולי	33,953	38,207	45,795	16,680
% מההכנסות	10.2%	10.5%	10.9%	13.1%
פחת והפחתות	14,393	13,914	15,076	4,216
EBITDA	48,346	52,121	60,871	20,896
% מההכנסות	14.6%	14.4%	14.5%	16.4%
הכנסות (הוצאות) אחרות	(3,852)	(1,678)	(2,241)	157
הכנסות לפני מימון	30,101	36,529	43,554	16,837
% מההכנסות	9.1%	10.1%	10.4%	13.2%
הכנסות (הוצאות) מימון, נטו	(3,864)	(7,017)	(8,155)	(1,866)
רווח לפני מס	26,237	29,512	35,399	14,971
מיסים על ההכנסה	(6,406)	(6,617)	(7,457)	(2,697)
רווח (הפסד) נקי	19,831	22,895	27,942	12,273
% מההכנסות	6.0%	6.3%	6.6%	9.6%

גידול ביחס לרבעון ראשון 2024

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

1. על פי תקינת דיווח כספי בינלאומי (IFRS)

2. קיים פער בין הנתונים לעיל לבין המוצג בשקף 47 – המידע לעיל תואם לדוחות הסולו לפני התאמות לתזרים מזומנים כמפורט בשקף 47

פרק ב' – ניתוח דוחות כספיים

מטרופולין

נכסי מאזן¹

אלפי ₪	2022	2023	2024	31/03/2025
מזומנים ושווי מזומנים	137,926	208,097	34,266	35,132
לקוחות	25,823	137,709	147,822	121,997
חייבים ויתרות חובה	43,951	72,000	54,966	43,553
סך נכסים שוטפים	207,700	417,806	237,054	200,682
רכוש קבוע, נטו	378,101	882,759	1,034,284	1,013,186
נכסים בלתי מוחשיים	-	899	739	700
נכס זכות שימוש	227,821	234,307	336,212	320,128
חייבים אחרים	9,185	11,155	12,340	12,331
הוצאות נדחות	485,667	955,183	940,744	920,771
סך נכסים לא שוטפים	1,100,774	2,084,303	2,324,319	2,267,116
סך נכסים	1,308,474	2,502,109	2,561,373	2,467,798

- **רכוש קבוע:** הגידול בסעיף בשנת 2024 נובע מהגידול בהיקף הפעילות ומהמשך תהליך ההקמה של אשכולות אונז-אלעד והשרון אשר בגינם בוצעה רכישה של אוטובוסים חדשים.
- **נכסי זכות שימוש:** הגידול בסעיף נכסי זכות שימוש בשנת 2024 נובע מחכירות חניונים ואוטובוסים כחלק מהרחבת פעילות החברה

1. על פי תקינת דיווח כספי בינלאומי (IFRS)

פרק ב' – ניתוח דוחות כספיים

מטרופולין

התחייבויות מאזן והון עצמי¹

אלפי ₪	2022	2023	2024	31/03/2025
חלות שוטפת של התחייבויות בגין חכירה	46,610	52,089	70,886	70,385
התחייבויות בגין תמלוגים למדינה לז"ק	-	74,916	151,992	154,108
אשראי לזמן קצר	104,618	364,041	351,453	368,653
ספקים ונותני שירות	104,386	121,391	143,668	147,752
נגזרים פיננסיים	-	668	-	-
זכאים ויתרות זכות	48,151	53,812	75,261	68,918
סך התחייבויות שוטפות	303,765	666,917	793,260	809,816
התחייבויות בגין חכירה	183,550	186,426	273,489	258,023
התחייבויות בגין תמלוגים למדינה לז"א	-	367,268	166,933	129,983
הלוואות לזמן ארוך מבנקים	676,555	1,043,567	1,189,547	1,146,198
מסים נדחים	37,607	46,521	21,584	18,263
הלוואה מבעל מניות	-	35,000	35,000	35,000
התחייבויות בשל סיום יחסי עובד מעביד, נטו	1,793	2,485	3,048	3,262
סך התחייבויות לא שוטפות	899,505	1,681,267	1,689,601	1,590,729
סך הון עצמי	105,204	153,925	78,512	67,253
סך התחייבויות והון	1,308,474	2,502,109	2,561,373	2,467,798

- **התחייבויות בגין חכירות:** הגידול בסעיפי התחייבויות חכירה בשנת 2024 נובע מחכירות חניונים ואטובוסים כחלק מהרחבת פעילות החברה
- **התחייבויות בגין תמלוגים ז"ק ו-ז"א:** השינוי בסעיפים נובע מתשלום חלק מהתמלוגים למדינה בגין אשכול השרון, ומעבר של חלק מההתחייבות מז"א ל-ז"ק.
- **הלוואות לזמן ארוך:** הגידול בהלוואות נובע מהמשך מימון ההקמה לאשכולות אונו-אלעד והשרון
- **הון עצמי:** הקיטון בהון העצמי בשנת 2024 נובע מהפסד נקי של מטרופולין

פרק ב' – ניתוח דוחות כספיים

מטרופולין

הון חוזר¹

אלפי ₪	2024	2023	2022
לקוחות	147,822	137,709	25,823
חייבים ויתרות חובה	54,966	72,000	43,951
נכסי הון חוזר	202,788	209,709	69,774
ספקים ונותני שירות	143,668	121,391	104,386
זכאים ויתרות זכות	75,261	53,812	48,151
מסים נדחים	21,584	46,521	37,607
התחייבויות הון חוזר	(240,513)	(221,724)	(190,144)
הון חוזר, נטו	(37,725)	(12,015)	(120,370)

- יתרת ההון החוזר בשנים 2023 ו-2024 נמוכה באופן יחסי לאור הפרשי עיתוי של התקבולים מהמדינה בין תאריכי החתך.
- מטרופולין פועלת תחת הון חוזר שלילי כאשר שיעורו מסך ההכנסות עומד על כ-6% בממוצע בחמש השנים האחרונות.

חוב פיננסי, נטו¹

אלפי ₪	2024	2023	2022	31/03/2025
מזומנים ושווי מזומנים	34,266	208,097	137,926	35,132
אשראי לזמן קצר	351,453	364,041	104,618	368,653
נגזרים פיננסיים	-	668	-	-
הלוואות לזמן ארוך מבנקים	1,189,547	1,043,567	676,555	1,146,198
הלוואה מבעל מניות	35,000	35,000	-	35,000
התחייבות בשל סיום יחסי עובד מעביד, נטו	3,048	2,485	1,793	3,262
חוב פיננסי, נטו	(1,544,782)	(1,237,664)	(645,040)	(1,517,981)

1. על פי תקינת דיווח כספי בינלאומי (IFRS)

פרק ב' – ניתוח דוחות כספיים

מטרופולין

רווח והפסד¹

אלפי ₪	2022	2023	2024	31/03/2025
הכנסות	935,968	1,082,420	1,403,188	388,799
YOY	12.9%	15.6%	29.6%	15.0%
הוצאות תפעול ואחזקה	(793,882)	(952,415)	(1,265,715)	(338,352)
רווח גולמי	142,086	130,005	137,473	50,447
% מההכנסות	15.2%	12.0%	9.8%	13.0%
הוצאות מנהליות	(53,589)	(64,619)	(74,755)	(17,782)
הפחתה של הוצאות נדחות	(9,768)	(19,876)	(72,313)	(24,186)
הכנסות (הוצאות) אחרות	(4,412)	(1,345)	1,049	(1,028)
רווח תפעולי	74,317	44,165	(8,546)	7,451
% מההכנסות	7.9%	4.1%	-0.6%	1.9%
פחת והוצאות נדחות	130,811	158,820	267,054	52,025
EBITDA ²	205,128	202,985	258,508	59,476
% מההכנסות	21.9%	18.8%	18.4%	15.3%
הכנסות (הוצאות) מימון, נטו	(14,612)	16,498	(86,398)	(22,031)
רווח לפני מס	59,705	60,663	(94,944)	(14,580)
מיסים על ההכנסה	(14,036)	(11,754)	19,471	3,321
רווח (הפסד) נקי	45,669	48,909	(75,473)	(11,259)
% מההכנסות	4.9%	4.5%	-5.4%	-2.9%

גידול ביחס לרבעון ראשון 2024

- הכנסות:** הגידול בהכנסות נובע מהרחבות שירות אשר בוצעו באשכולות הקיימים לצד השפעה חלקית של הפעלת אשכול אונו-אלעד החדש.
- רווח תפעולי:** המעבר להפסד תפעולי בשנת 2024 נובע בין היתר מגידול בהוצאות השוטפות בקשר עם האשכולות החדשים אשר ההכנסות בגינם טרם הוכרו באופן מלא עקב עיכובים בתחילת הפעלת האשכולות החדשים ומירידה חלקית במדדים התפעוליים. חזרת החברה לרווח ברבעון הראשון לשנת 2025 מבוססת בין היתר על מגמת שיפור במדדים התפעוליים, המהווה המשך ישיר לסיום הקמת האשכולות החדשים ברבעון הרביעי לשנת 2024.
- פחת:** הגידול בפחת נובע מגידול בכמות האוטובוסים ורכוש קבוע לצורך האשכולות החדשים
- הוצאות מימון:** הגידול בהוצ' המימון נובע ממימון ההקמה של האשכולות החדשים
- רווח נקי:** החברה רשמה הפסד נקי בשנת 2024 עקב הקיטון ברווח התפעולי והשפעת הוצ' המימון לצורך הקמת האשכולות החדשים

1. על פי תקינת דיווח כספי בינלאומי (IFRS)

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

פרק ב' – ניתוח דוחות כספיים

ב.ג מוטורס

מאזן¹

אלפי ש"ח	2022	2023	2024	31/03/2025
מזומנים ושווי מזומנים	1,752	2,995	10,323	1,059
מלאי	3,969	14,401	23,202	16,824
לקוחות	10,669	9,945	5,077	3,276
נכס מס נדחה	-	103	122	219
חייבים ויתרות חובה	43,562	69,363	19,353	20,524
סך נכסים שוטפים	59,952	96,807	58,077	41,902
חייבים ויתרות חובה לזמן ארוך	2,160	-	9,766	9,510
פקדונות מוגבלים בבנקים לז"א	135	-	-	-
נכסים בלתי מוחשיים, נטו	5	530	353	301
רכוש קבוע, נטו	306	1,069	1,164	1,118
סך נכסים לא שוטפים	2,606	1,599	11,283	10,929
סך נכסים	62,558	98,406	69,360	52,831
הלוואות לזמן קצר וחלויות שוטפות	9,122	21,298	18,991	21,819
ספקים ונותני שירות	8,915	17,903	20,607	15,713
זכאים ויתרות זכות	32,680	41,622	15,278	3,552
סך התחייבויות שוטפות	50,717	80,823	54,876	41,084
הלוואות לזמן ארוך מבנקים	1,672	-	-	-
זכאים ויתרות זכות ז"א	-	-	501	520
עתודה לפיצויים, נטו	30	45	72	61
סך התחייבויות לא שוטפות	1,702	45	573	581
סך הון עצמי	10,139	17,538	13,911	11,166
סך התחייבויות והון	62,558	98,406	69,360	52,831

פרק ב' – ניתוח דוחות כספיים

ב.ג מוטורס¹

הון חוזר

- שיעור ההון החוזר הממוצע של ב.ג מוטורס (מתוך סך ההכנסות) בין השנים 2021 ו-2024 הוא כ- 17.3%

אלפי ₪	2024	2023	2022
חייבים ויתרות חובה	19,353	69,363	43,562
חייבים ויתרות חובה לזמן ארוך	9,766	-	2,160
לקוחות	5,077	9,945	10,669
מלאי	23,202	14,401	3,969
ספקים	(20,607)	17,903	8,915
זכאים	(15,278)	41,622	32,680
הון חוזר, נטו	21,513	34,184	18,765

חוב פיננסי, נטו

אלפי ₪	2024	2023	2022	31/03/2025
מזומנים ושווי מזומנים	(10,323)	(2,995)	(1,752)	(1,059)
פקדונות מוגבלים בבנקים לז"א	-	-	(135)	-
הלוואות לזמן קצר וחלויות שוטפות	18,991	21,298	9,122	21,819
הלוואות לזמן ארוך מבנקים	-	-	1,672	-
סך חוב (עודף) פיננסי, נטו	8,668	18,303	8,907	20,760

פרק ב' – ניתוח דוחות כספיים

ב.ג מוטורס

רווח והפסד¹

אלפי ₪	2022	2023	2024	31/03/2025
הכנסות	55,636	209,512	207,448	19,045
YOY	-28.1%	276.6%	-1.0%	
עלות המכר	(47,598)	(188,737)	(184,002)	(16,601)
רווח גולמי	8,038	20,775	23,446	2,444
% מההכנסות	14.4%	9.9%	11.3%	12.8%
הוצאות מכירה	(1,681)	(1,959)	(1,181)	(159)
הוצאות הנהלה וכלליות	(8,545)	(10,375)	(11,919)	(2,162)
הכנסות אחרות	-	600	102	-
רווח תפעולי	(2,188)	9,041	10,448	123
% מההכנסות	-3.9%	4.3%	5.0%	0.6%
פחת והפחתות	61	189	391	99
EBITDA	(2,127)	9,230	10,839	222
% מההכנסות	-3.8%	4.4%	5.2%	1.2%
הכנסות (הוצאות) אחרות	(2)	-	-	-
הכנסות לפני מימון	(2,190)	9,041	10,448	123
% מההכנסות	-3.9%	4.3%	5.0%	0.6%
הכנסות (עלויות) מימון	3,398	(248)	(8,185)	5
רווח לפני מס	1,208	8,793	2,263	128
מיסים על ההכנסה	(940)	(2,028)	(677)	59
רווח (הפסד) נקי	268	6,765	1,586	187
% מההכנסות	0.5%	3.2%	0.8%	1.0%

- **הכנסות:** הגידול בהכנסות ב-2023 ו-2024 נובע ברובו ממכירה של אוטובוסים חשמליים בתחום התחבורה הציבורית למטרופולין צורך הקמת אשכולות אונו-אלעד והשרון, מסירת האוטובוסים לאשכולות אלו הושלמה.

פרק ב' – ניתוח דוחות כספיים

בון תור (מאוחד)

רווח והפסד¹

אלפי ש"ח	2022	2023	2024	31/03/2025
הכנסות	1,248,485	1,389,405	1,772,210	497,615
YOY	34.93%	11.29%	27.55%	15.64%
הוצאות הפעלה	(1,012,139)	(1,168,294)	(1,531,593)	(415,359)
רווח גולמי	236,346	221,111	240,617	82,256
% מההכנסות	18.93%	15.91%	13.58%	16.53%
הוצאות מכירה ושיווק	(64,994)	(39,337)	(91,770)	(29,050)
הוצאות הנהלה וכלליות	(79,743)	(93,354)	(108,486)	(27,264)
רווח תפעולי	91,609	88,420	40,361	25,942
% מההכנסות	7.34%	6.36%	2.28%	
הכנסות (הוצאות) אחרות	12,501	(769)	(1,003)	(1,075)
הכנסות לפני מימון	104,110	87,651	39,358	24,867
% מההכנסות	8.34%	6.31%	2.22%	5.00%
הכנסות (הוצאות) מימון, נטו	(12,488)	10,569	(96,135)	(25,238)
חלק החברה ברווח חברה מוחזקת	(515)	(2,908)	(5,203)	(320)
רווח לפני מס	91,107	95,312	(61,980)	(691)
מיסים על ההכנסה	(19,634)	(20,160)	11,334	879
רווח (הפסד) נקי	71,473	75,152	(50,646)	188
% מההכנסות	5.72%	5.41%	-2.86%	0.04%

גידול ביחס לרבעון ראשון 2024





פרק ג' – הערכות השווי

פרק ג' – הערכות השווי

מתודולוגיה

גישות הערכת שווי כלכלי של חברות

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

שיטת הערכת השווי

- הערכת השווי הכלכלי של פעילות ההיסעים ובג. מוטורס בוצעה על ידי שיטת היות תזרימי המזומנים הבלתי ממונפים (תזרים מזומנים לפני שירות חוב) (Unlevered Discounted Cash Flows). תחזית תזרים המזומנים הינה במונחים נומינליים.
- הערכת השווי הכלכלי של מטרופולין בוצעה על ידי שיטת היות תזרימי המזומנים הממונפים (תזרים מזומנים לבעלים לאחר שירות חוב) (Levered Discounted Cash Flows). תחזית תזרים המזומנים הינה במונחים נומינליים.
- שיטת היות תזרימי המזומנים מבוססת על הערכת יכולתו של העסק/הנכס להפיק מזומנים. בהתאם לכך, שווי הפעילויות הוערך על ידי היות תזרימי המזומנים הצפויים לנבוע ממנה כאשר תזרימי המזומנים הונו במחיר הון המשקף את הסיכון הגלום בפעילות ואשר מבטא את התשואה אשר משקיע היה מצפה לקבל מעסק/נכס בעל סיכון דומה.
- תחילת התחזית הינה ברבעון הראשון לשנת 2025. תחזית תזרימי המזומנים של הפעילויות הסתמכה, בין היתר, על תקציב החברות לשנת 2024 וכן על תחזיותיהן לשנים הבאות. כמו כן הסתמכה התחזית על תוצאות פעילותן בין השנים 2019-2024, והערכות בקשר עם מגמות עסקיות וכלכליות בשווקים בהם פועלות החברות. עבור פעילות ההיסעים ובג. מוטורס שנת 2029 נבחרה כשנה מייצגת לפעילויות בהנחת "העסק החי". קרי, פעילות לתקופה אין סופית.

פרק ג' – הערכות השווי

מתודולוגיה

- בשל האופי הפרויקטאלי של אשכולות הפעילות של מטרופולין לא ניתן להניח שנה טרמינלית לפעילות זו, על אף ההנחה כי הפעילות אינה סופית והנחת "העסק החי" חלה עליה. הערכת השווי הטרמינלי עבור מטרופולין בוצעה על פי ההנחות כפי שיפורטו בהמשך פרק זה.
- על פי הבהרות החברה נדרשה התאמה לשווי ב.ג. מוטורס ובון תור בגין פירעון הלוואות בעלים מב.ג. מוטורס לבעלים בגובה 3 מ' ש. חלק בון תור בפירעון הינו 1.5 מ' ש. ההשפעה על השווי הכולל של בון תור זניחה.

1. חלק בון תור ב.ג. מוטורס הוא 45% בעוד חלקה בפירעון היה 50%.



הערכת שווי פעילות ההיסעים

פרק ג' – הערכות השווי

הנחות מרכזיות – פעילות ההיסעים

כללי

- הערכת שווי פעילות ההיסעים בוצעה בשיטת היוון תזרים המזומנים הלא ממונפים (Unlevered Discounted Cash Flows).
- תחזית תזרים המזומנים נבנתה בהתבסס על שיעורי הרווחיות, ההשקעה והצמיחה שצופה החברה לפעילות ההיסעים וכן על בסיס התקציב לשנת 2025 לפעילות ההיסעים.
- תזרים המזומנים בתחזית הערכת השווי ושיעור ההיוון הינם בערכים נומינליים.

הכנסות

- הכנסות פעילות ההיסעים מורכבות בעיקר ממתן שירותי הסעה פרטיים ללקוחות קבועים (כ-97.0% מסך ההכנסות) ומזדמנים. בשנים 2021-2024 הצמיחה השנתית הממוצעת עמדה על כ-14%. בתחזית הונח כי הצמיחה האורגנית הריאלית של הפעילות בכל שנה תהא כ-3% (כ-5% נומינלית). בשנת 2028 שהיא שנה לפני השנה הטרמינלית, הצמיחה הנומינלית מתמתנת ל-4.25%.
- בפברואר 2024 התקשרה בון תור בהסכם לרכישת פעילות היסעים ומסע בצפון הארץ (להלן: "הפעילות הנרכשת"). מחזור ההכנסות של הפעילות הנרכשת נאמד בכ-40 מ' ש' לשנה, פעילות זו החלה להניב לה הכנסות החל ממאי 2024.

הוצאות תפעול ואחזקה

- הוצאות ההפעלה (עלות המכר) של פעילות ההיסעים מורכבות בעיקרן מקבלני משנה, שכר עבודה ונלוות, עבודה ונלוות, דלק ושמן. הוצאות אלו הוצמחו בהתאם לתחזית פעילות ההיסעים לשיעור הרווח הגולמי, כאשר ההוצאות נשמרו ביחס זהה לשיעור מסך ההוצאות הללו בתקציב פעילות ההיסעים לשנת 2025

הוצאות הנהלה וכלליות

- הוצאות הנהלה וכלליות של פעילות ההיסעים מורכבות בעיקרן משכר עבודה ונלוות ואחזקת רכב, ומענקים לנושאי משרה. הוצאות הנהלה וכלליות הוצמחו בהתאם לתחזית פעילות ההיסעים לשיעור רווח תפעולי של 13.0% בשנת 2025, התואמים את שיעור הרווחיות בפועל ומייצגים את תחזית החברה לרווח תפעולי בנטרול השפעת לא תזרימיות של מענקי פאנטום לנושאי משרה. בשנות התחזית הבאות שיעור הרווח התפעולי התמתן מעט ל-12.75%. שווי מענקי הפאנטום (ע"פ אומדן שביצענו) הופחת מהשווי הכולל.

הוצאות פחת

- בשנת 2025 הפחת הוא לפי תקציב החברה, ביתר שנות התחזית סך הוצאות הפחת הותאמו לסך ההשקעות ברכוש קבוע הדרושות לפעילות השוטפת של החברה. בשנה הטרמינלית סכום זה יעמוד על כ-17.3 מ' ש'.

פרק ג' – הערכות השווי

הנחות מרכזיות – פעילות ההיסעים

השקעות הוניות (CAPEX)

- ממוצע ה-CAPEX המושקע בשנות התחזית מסתכם לכ-17 מ' ש' בממוצע ובשנה הטרמינלית לכ-17.3 מ' ש'.

הוצאות מיסים

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

שינויים בהון החוזר

- שיעור ההון החוזר הממוצע של החברה (מתוך סך ההכנסות) בשנים 2019-2024, בנטרול שנת 2020 (שנה לא מייצגת עקב משבר הקורונה והמגבלות שהוטלו), הינו שלילי ועמד על כ-13.0%.
- על-כן, הונח שיעור הון חוזר (שלילי) של 13.0% לאורך שנות התחזית.

שנה טרמינלית

- הונח כי שנת 2029 הינה שנה מייצגת על בסיסה נבנה השווי הטרמינלי (הנחת העסק החי). הונח שיעור צמיחה פרמננטית של כ-4.0% נומינלי, בהתאם לשיעור צמיחת האוכלוסייה, תחזית האינפלציה ארוכת הטווח ובהתבסס על מאפייני ענף הפעילות. שיעור הרווח התפעולי בשנה הטרמינלית הוא 12.5%, נמוך במקצת משיעור הרווח התפעולי הקיים של החברה.

הלוואות לחברות בנות

- בון תור התחייבה להזרים 65 מ' ש' בשנת 2025 למטרופולין כהלוואת בעלים. הלוואה זו הופחתה מהשווי הכולל.

פרק ג' – הערכות השווי

שיעור ההיוון הראוי לתזרים המזומנים – פעילות ההיסעים

מחיר ההון המשוקלל (WACC)

- שיעור ההיוון ששימש בהערכת שווי פעילות ההיסעים נאמד ב-10.5% (נומינלי) והתבסס על שיעור ההיוון המשוקלל (WACC) והערכתנו את הסיכון הגלום בפעילות ההיסעים.
- להלן פירוט שלבי תחשיב ה-WACC:

פרמטר	ערך	הערה
ריבית חסרת סיכון	4.28%	1
פרמיית השוק	4.62%	2
Beta	1.06	3
פרמיית סיכון ספציפית	3.52%	4
מחיר ההון העצמי של החברה	12.7%	5
מחיר החוב	7.0%	6
שיעור מס	23.0%	7
שיעור מינוף	30.0%	8
מחיר ההון המשוקלל של החברה	10.5%	

הערות:

1. ריבית נומינלית אג"ח ממשלת ישראל – 15 שנה, ליום 30/06/2025.
2. Damodaran, יולי 2025 – פרמיית השוק של ארה"ב.
3. ע"ב נתוני Damodaran לחברות אמריקאיות, סקטור Transportation.
4. פרמיית סיכון לגודל ע"פ Duff & Phelps International Valuation Handbook 2024.
5. חישוב מחיר ההון נאמד באמצעות שימוש במודל ה-CAPM (לחישוב התשואה הנדרשת על ההון העצמי של פעילות ההיסעים).
6. מחיר החוב הנורמטיבי של פעילות ההיסעים, בהתבסס על מחיר החוב של הפעילות ובהתאמה לעקום ייחוס לא צמוד ל-15 שנה, ליום 30 ביוני 2025.
7. שיעור המס הסטטוטורי ארוך הטווח בישראל.
8. שיעור המינוף הנורמטיבי של פעילות ההיסעים על פי הנחות בון תור.

פרק ג' – הערכות השווי

תחזית תזרים המזומנים – פעילות ההיסעים¹

אלפי ₪	2023A ²	2024A ³	2025F	2026F	2027F	2028F	TY
הכנסות	363,106	420,723	485,554	509,832	535,323	558,075	580,398
YOY %	9.5%	15.9%	15.41%	5.00%	5.00%	4.25%	4.00%
הוצאות הפעלה	(300,927)	(342,108)	(395,727)	(415,513)	(436,288)	(454,831)	(473,024)
רווח גולמי	62,179	78,615	89,827	94,319	99,035	103,244	107,374
% מההכנסות	17.1%	18.7%	18.5%	18.5%	18.5%	18.5%	18.5%
הוצאות הנהלה וכלליות מתואמות ⁴	(22,475)	(22,653)	(26,705)	(29,315)	(30,781)	(32,089)	(34,824)
רווח תפעולי מתואם ¹	39,704	55,963	63,122	65,004	68,254	71,155	72,550
% מההכנסות	10.9%	13.3%	13.00%	12.75%	12.75%	12.75%	12.50%
פחת	13,914	15,076	16,535	16,000	16,500	17,000	17,340
EBITDA	53,618	71,039	79,657	81,004	84,754	88,155	89,890
% מההכנסות	14.8%	16.9%	16.4%	15.9%	15.8%	15.8%	15.5%
התאמות לתזרים							
מיסים על ההכנסה			(14,518)	(14,951)	(15,698)	(16,366)	(16,686)
השקעות הוניות (CAPEX)			(18,460)	(16,000)	(16,500)	(17,000)	(17,340)
שינויים בהון חוזר			2,511	3,146	3,304	2,948	2,893
השקעות הוניות – רכישת פעילות							
סך תזרים להיוון			49,190	53,199	55,859	57,737	58,756

1. הנתונים המוצגים על-פי תקינה ישראלית (Israeli GAAP).
2. פוערים בנתוני 2023 ביחס לדיווחי קרן ג'נריישן בדוח התקופתי לשנת 2024: הרווח התפעולי גדול מהמדווח עקב הוצאות בגין מענקי פאנטום שנוטרלו יחד עם השפעות תקינה ישראלית לעומת תקני דיווח כספי בינלאומיים (IFRS); ה-EBITDA נמוכה יותר מהמדווח בדוח התקופתי של הקרן לאור נטרול הוצאות פחת גבוהות בהתאם ל-IFRS 16.
3. פוערים בנתוני 2024 ביחס לדיווחי קרן ג'נריישן בדוח התקופתי לשנת 2024 ובמספרי השוואה בדוח הדירקטוריון של הקרן לרבעון השני לשנת 2025: ההכנסות גבוהות מהמדווח בגין סיווג הפיזיו מהמדינה בגין אובדן הכנסות שנגרם עקב מלחמת חרבות ברזל כחלק מסעיף ההכנסות למול הכנסות אחרות בדיווחי הקרן. הרווח התפעולי גבוה מהמדווח עקב נטרול הוצאות בגין מענקי פאנטום וכן בשל השפעות פערי תקינה חשבונאית כמפורט לעיל (תקינה ישראלית למול IFRS); ה-EBITDA נמוכה יותר מהמדווח בדוח התקופתי של הקרן לאור נטרול הוצאות פחת גבוהות בהתאם ל-IFRS 16.
4. מהוצאות הנהלה וכלליות בשנת 2024 ובשנות התחזית נוטרלו הוצאות בגין מענקים לעובדים שאינם תזרימיים, הרווח התפעולי בפועל לשנת 2024 הינו 45,795 (ר' שקף 30 לדוחות הכספיים). שווי המענקים (ע"פ אומדן שביצענו) הופחת משווי הפעילות, כאמור לעיל.

פרק ג' – הערכות השווי

סיכום הערכת שווי – פעילות ההיסעים

ממצאים

- בהתאם להנחות המפורטות בגוף העבודה, שווי ההון העצמי של פעילות ההיסעים נאמד בכ- 630.1 מ' ש ליום 30 ביוני 2025, כמפורט להלן:
- להלן ניתוח רגישות לשווי ההון העצמי של פעילות בון תור ביחס לשינויים במחיר ההון המשוקלל ובשיעור הצמיחה הפרמננטית:

אלפי ש	30/06/2025
שיעור הון – WACC ¹	10.50%
שיעור צמיחה פרמננטית ²	4.00%
שווי תזרימים מהוונים	855,618
הלוואת בעלים למטרופולין	(65,000)
שווי אופציות פאנטום (אומדן)	(16,235)
שווי פעילות	774,383
חוב פיננסי, נטו ³	(144,326)
שווי הון עצמי	630,057

שיעור הון - WACC						
11.50%	11.00%	10.50%	10.00%	9.50%		
445,705	484,424	528,301	578,442	636,293	3.00%	
481,875	525,589	575,545	633,182	700,420	3.50%	שיעור
522,868	572,636	630,057	697,044	776,206	4.00%	צמיחה
569,716	626,920	693,654	772,518	867,150	4.50%	פרמננטית
623,772	690,252	768,815	863,087	978,304	5.00%	

1. מחיר ההון העצמי (K_0) נאמד בכ-12.7%.
2. הנחת הצמיחה מתונה מההנחה בהערכת השווי ל-31/03/2024 שעמדה על 4.25%.
3. באפריל 2025 נפרעו הלוואות בעלים מ.ב.ג. מוטורס ע"ס 1.5 מ' ש



הערכת שווי מטרופולין

פרק ג' – הערכות השווי

הנחות מרכזיות – מטרופולין

כללי

- הערכת שווי מטרופולין בוצעה בשיטת היוון תזרים המזומנים הממונפים (Levered Discounted Cash Flows) לאור אופי הפעילות המצריך השקעות רבות בכל אשכול חדש בו זוכה מטרופולין, אשר חלקו הגדול ממומן באמצעות חוב, ורמת המינוף של הפעילות שמשתנה על פני תקופת הפעלת האשכולות.
- תחזית תזרים המזומנים של מטרופולין הוערכה בהתבסס על מודלים פיננסים של החברה הכוללים תחזיות והנחותיה לתזרימי המזומנים שיתקבלו בארבעת האשכולות שהחברה מפעילה. לצורך בחינת התזרימים, קיבלנו מהחברה תקציב לשנת 2025 של מטרופולין ומודלים פיננסים עבור האשכולות, המבטאים בין היתר את מתווה ההסדרה הענפית שיפורט להלן.

אשכולות¹

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

להערכת הנהלת החברה, צפוי כי ההסדרה הענפית תושלם בחודשים הקרובים (להלן: "ההסדרה הענפית"). בהתאם לטיזטה שנמסרה למטרופולין ע"י משרד התחבורה, מטרופולין תהא זכאית להארכת כל ארבעת האשכולות שלה ב-4 שנים נוספות (או לחילופין קבלת תמורה כספית שוות ערך) בכפוף לעמידה בהתחייבות המכרזית שלה למדדי השירות המינימאליים. אורך חיי האשכולות כיום הוא 7.3 שנים בממוצע, ולאחר ההסדרה הענפית צפוי להתארך לכ-11.3 שנים בממוצע.

- כמו כן, על-פי הערכות הנהלת מטרופולין, החברה תשמור על ארבעה אשכולות בהפעלה. הנחה זו מתבססת על הצעדים שננקטו בשנים האחרונות על מנת להגביר את התחרותיות בשוק וביניהם הגדלת מספר האשכולות, הגדלת מספר הקילומטרים תחת האשכולות הקיימים והקטנת נתח השוק של אגד על-ידי המדינה. יצוין כי אין ודאות לזכייה באשכולות נוספים, וכי שינויים צפויים בתכנית התחרות עלולים להקטין את כמות המכרזים העתידיים. עוד יצוין, כי לציון המפעיל ועמידתו ביעדי תפעול ושירות ישנה השפעה על סיכויי הזכייה. מאחר וההסדרה הענפית צפויה להאריך את תקופת האשכולות הקיימים, הנחת הזכייה באשכולות חדשים התרחקה בזמן כך שרמת הסיכון לגבי התממשותה ירדה.

הכנסות (בהתאם לעדכון המסתמן בהסדרה הענפית)¹

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

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

פרק ג' – הערכות השווי

הנחות מרכזיות – מטרופולין

הכנסות (המשך)

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

הוצאות תפעול ואחזקה

- הוצאות תפעול ואחזקה בהפעלת האשכולות מורכבות כדלהלן (ללא סדר מהותיות):
- הוצאות אנרגיה – הפעלת צי האוטובוסים כרוך בעלויות דלקים וחשמל. עלויות אלו מהוות נדבך מרכזי מהוצאות מטרופולין. הגידול במחירי הדלקים יגדיל את הוצאות מטרופולין ומנגד יגדיל את הכנסותיה לאור כך שחלק ניכר מההכנסות צמוד למדד הדלקים.
- אחזקת אוטובוסים – הוצאות אלו כוללות אחזקת האוטובוסים תקינים ותפעוליים וטיפול בתאונות.

- הוצאות כוח אדם – עיקר הוצאות אלו הינן שכר עבודה לנהגים, הסעות והוצאות קליטה והכשרת נהגים. יש לציין כי בהתאם להסדר הענפי שנחתם בעבר, המדינה הוסיפה פיצוי ותוספות לתשלומים הקבועים מהמדינה בגין עליית שכר הנהגים.
- הוצאות תפעול אחרות – הוצאות אלו הן בעיקרן ביטוח ורישוי, אחזקת מתקני תשתית, פיצויים מוסכמים למדינה (בשל אירועי אי עמידה בתנאים הנדרשים במכרז), פחת אוטובוסים, הוצאות פיקוח ובקרה על רמת שירות – הוצאה הכוללת פיקוח על הקווים וצידוד המתאים לפיקוח יעיל ואחרים.
- קנסות – לכל אחד מהאשכולות המופעלים מצורף נספח קנסות המטפל בפיצוי המשולם על ידי המפעיל בגין חריגה ממדדי ביצוע ותפעול שהוגדרו מראש. רמת הקנסות באשכולות החדשים (כדוגמת אונו-אלעד והשרון של החברה) גבוהה משמעותית מהרמה הקיימת באשכולות הישנים (של החברה ושל מפעילים אחרים). החברה מעריכה, בין היתר על סמך תקשורת עם משרד התחבורה בנושא, כי תבוצע הפחתה חד פעמית בהיקף הקנסות בשיעור של כ-20% בשנת 2027 וזאת כחלק ממתווה שיגובש עם המשרד לטובת עדכון מנגנון הקנסות של האשכולות החדשים ועל מנת לאזן את הפערים הקיימים בין האשכולות החדשים לישנים.
- מדדים תפעוליים – שנת 2024 התאפיינה במדדי ביצוע תפעוליים נמוכים (דק' לק"מ, אחוז ק"מ ריק, אחוז נהגים מרוחקים וכו') הנובעים בעיקר מסיום הקמה ותחילת ההפעלה של שני אשכולות חדשים (אונו-אלעד והשרון מורחב). על-פי תקציב החברה לשנת 2025, החברה צופה כי תעמוד במדדי השירות והתפעול המינימליים וכי ציון המפעיל שלה ישתפר משמעותית, כאשר ראייה לכך ניתן לראות בביצועי החציון הראשון של שנת 2025¹.

פרק ג' – הערכות השווי

הנחות מרכזיות – מטרופולין

מדדי השירות הממוצעים לאשכולות החברה

פרמטר	H1/2024	H2/2024	H1/2025 ³
אי-ביצוע ¹	3.13%	3.01%	1.96%
אי דיוק ²	6.16%	4.04%	3.30%

הוצאות הנהלה וכלליות

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

הוצאות פחת

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

הוצאות מיסים

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

השקעות הוניות (CAPEX)

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

שינויים בהון החוזר

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

מימון

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

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

פרק ג' – הערכות השווי

הנחות מרכזיות – מטרופולין

שווי תוספתי המבטא פעילות פרמננטית

- בשל האופי הפרויקטאלי של אשכולות הפעילות של מטרופולין לא ניתן להניח שנה טרמינלית לפעילותה. עם זאת, לאור ניסיונה ומומחיותה של מטרופולין בתחום התחבורה הציבורית, הנהלת החברה מניחה כי פעילותה לא תפסק בתום הזיכיון באשכולות הקיימים, קרי – תשמור על פעילות עסקית נמשכת כעסק חי. לאור כך, הונח כי בהסתיים אשכול קיים תזכה מטרופולין באשכול חדש אשר יחליף אותו ובהסתיים האשכול החדש יחליף אותו אשכול נוסף וכן הלאה עד שהשפעת הזכייה באשכולות נוספים אינה מהותית לשווי. הערכת שווי הזכייה במכרזי אשכולות חדשים התבססה על שווי הזכייה במכרז השרון החדש, על-פי הנחות מטרופולין, בניכוי עלויות מטה שוליות הנובעות מהוספת האשכול החדש חלק האשכול שהסתיים. שווי הזכיות הוון למועד הערכת השווי בהתאם לתקופת הסיום של כל אשכול קיים.
- בגין הסיכון העודף הגלום בהנחת השווי התוספתי הטרמינלי, הנובע הן מחוסר הוודאות המובנה בשיטה המכרזית לזכיות נוספות והן לאור השינויים הצפויים במבנה תכנית התחרות ובתכיפות פרסום מכרזים לאשכולות חדשים הוספנו פרמיה של 2.0% לשיעור ההיוון של מטרופולין, כך ששיעור ההיוון ששימש להיוון השווי התוספתי בלבד הינו 13.75%.
- הונח כי האשכולות יחודשו מיד בתום שנת סיום אשכול וכי כל אשכול חדש יסתיים ויחודש שוב בכל 11 שנים.

- הונח כי האשכולות החדשים יהיו דומים במבנה שלהם לאשכול השרון, המכרז האחרון בו זכתה החברה. על כן, בכל מועד חידוש הונח כי החברה תקבל תוספת שווי המהווה את שווי התזרימים המהווים העודפים מהפעלת אשכול מיום הקמתו ועד יום סיום הזיכיון, המתבסס על מודל זכייה באשכול השרון, כפי שהועבר מהנהלת החברה. השווי התוספתי של כל אשכול חדש הוערך בכ- 71,527 אלפי ש.

לו"ז חידוש האשכולות (לפי טיוטת ההסדרה הענפית)

- המכרז להפעלת אשכול הנגב יסתיים בשנת 2030. הונח כי בתום שנה זו החברה תזכה במכרז חלופי כפי השווי התוספתי לעיל. בשנת 2041 הונח שהחברה תזכה במכרז חלופי נוסף, וכן הלאה בכל 11 שנים.
- המכרז להפעלת אשכול שח"מ יסתיים בשנת 2035. הונח כי בתום שנה זו החברה תזכה במכרז חלופי כפי השווי התוספתי לעיל. בשנת 2046 הונח שהחברה תזכה במכרז חלופי נוסף, וכן הלאה בכל 11 שנים.
- המכרז להפעלת אשכול אונו-אלעד יסתיים בשנת 2038. הונח כי בתום שנה זו החברה תזכה במכרז חלופי כפי השווי התוספתי לעיל. בשנת 2049 הונח שהחברה תזכה במכרז חלופי נוסף, וכן הלאה בכל 11 שנים.
- המכרז להפעלת אשכול השרון יסתיים בשנת 2039. הונח כי בתום שנה זו החברה תזכה במכרז חלופי כפי השווי התוספתי לעיל. בשנת 2050 הונח שהחברה תזכה במכרז חלופי נוסף, וכן הלאה בכל 11 שנים.

פרק ג' – הערכות השווי

שיעור ההיוון הראוי לתזרים המזומנים – מטרופולין

מחיר ההון הראוי (Ke)

- שיעור ההיוון ששימש בהערכת שווי מטרופולין נאמד ב-11.75% (נומינלי) והתבסס על שיעור ההיוון הראוי להון העצמי והערכתנו את הסיכון הגלום בפעילות מטרופולין.
- להלן פירוט שלבי תחשיב ה-Ke:

פרמטר	ערך	הערה
ריבית חסרת סיכון	4.3%	1
פרמיית השוק	4.62%	2
ביטא ממונפת מתואמת	0.78	3
פרמיית סיכון ספציפית	3.89%	4
מחיר ההון העצמי של החברה	11.75%	5

הערות:

- ריבית נומינלית אג"ח ממשלת ישראל – 15 שנה, ליום 30/06/2025.
- Damodaran, יולי 2025 – פרמיית השוק של ארה"ב.
- בכדי לקבוע את הביטא של החברות בחנו קבוצה של חברות דומות למטרופולין. הטבלה הבאה מפרטת את הממצאים העיקריים של תהליך בחינת ותחשיב הביטא כפי שמפורט להלן:

חברה	ביטא לא ממונפת
Comprehensive Multiple Transportations Company	0.33
FirstGroup plc	0.92
Mobico Group PLC	0.31
ustra Hannoversche Verkehrsbetriebe AG	0.21
ממוצע חברות מדגם	0.44

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

4. פרמיית סיכון לגודל ע"פ Duff & Phelps International Valuation Handbook 2024, בתוספת פרמיית סיכון ספציפית בגובה 0.75% בגין הסיכונים הגלומים באשר להסדרה הענפית הצפויה כמפורט בשקף 21 לעבודה ואשר טרם נחתמה, בגין ביצועיה התפעוליים של החברה שנפגעו בשנה החולפת ובגין מדדי השירות הנמוכים בשנת 2024. יצוין כי מדדי השירות בחציון הראשון של שנת 2025 השתפרו ועומדים בקירוב לרף המינימלי שנקבע במכרז.

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

- נציין כי בגין הסיכון הגלום בתחזית השווי התוספתי המבטא פעילות טרמינלית הוספנו פרמיה של 2.0% על שיעור ההיוון של מטרופולין, כך ששיעור ההיוון ששימש להיוון השווי התוספתי בלבד הינו 13.75%.

פרק ג' – הערכות השווי

תחזית תזרים המזומנים – מטרופולין

אלפי ₪	2023A ¹	2024A ¹	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F-2039F
הכנסות	1,082,420	1,403,188	1,548,410	1,597,022	1,695,925	1,809,300	1,914,435	2,029,219	16,008,667
YOY	16%	30%	10%	3%	6%	7%	6%	6%	
סך הוצאות תפעול ואחזקה	(955,202)	(1,274,465)	(1,361,448)	(1,384,299)	(1,446,531)	(1,524,784)	(1,638,098)	(1,724,026)	(13,405,666)
רווח גולמי	127,218	128,723	186,962	212,723	249,394	284,516	276,337	305,194	2,603,001
% מהמחזור	12%	9%	12%	13%	15%	16%	14%	15%	16%
סך הוצאות הנהלה וכלליות	(86,429)	(145,329)	(149,850)	(135,308)	(134,857)	(135,972)	(136,855)	(137,943)	(933,636)
רווח הפעלה	40,789	(16,606)	37,112	77,415	114,537	148,545	139,482	167,251	1,669,365
% מהמחזור	4%	-1%	2%	5%	7%	8%	7%	8%	10%
פחת והפחתות	104,588	197,065	214,775	200,217	200,177	197,947	199,245	184,202	1,929,304
² EBITDA	145,377	180,459	251,887	277,632	314,713	346,492	338,727	351,453	3,598,669
% מהמחזור	13%	13%	16%	17%	19%	19%	18%	17%	22%
התאמות לתזרים	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F-2039F		
מיסים שוטפים (מס תזרימי)	-	-	-	-	-	-	(310,339)		
שינויים בהון חוזר	19,000	(1,127)	(5,263)	(9,703)	(26,929)	(1,200)	9,081		
השקעות, נטו	(188,677)	(161,409)	(48,845)	(65,968)	(115,283)	(49,885)	(823,459)		
תזרים מפעילות מימון	(86,052)	(63,208)	(202,902)	(211,036)	(157,797)	(232,050)	(1,692,746)		
סך תזרים להיוון	(3,842)	51,889	57,703	59,786	38,718	68,317	781,206		

1. קיים פער בין נתוני רווח ההפעלה וה-EBITDA לבין הנתונים המוצגים לבין הנתונים שדווחו ע"י קרן ג'רישן בדוח התקופתי לשנת 2024 ובדוח לרבעון השני לשנת 2025 עקב הבדלי תקינה חשבונאית – התזרים המצורף לעיל לפי תקינה ישראלית למול יישום IFRS בדיווחי הקרן. הפער בין ה-EBITDA המדווחת לעיל לבין ה-EBITDA בדיווחי הקרן נובעת מהתאמות נוספות לרווח ההפעלה (רווחי הון והוצאות בגין תגמול הוני).

פרק ג' – הערכות השווי

סיכום הערכת שווי – מטרופולין

ממצאים

- בהתאם להנחות המפורטות בגוף העבודה, שווי ההון העצמי של מטרופולין נאמד בכ-600.8 מ' ש' ליום 30 ביוני 2025, כמפורט להלן:
- להלן ניתוח רגישות לשווי ההון העצמי של פעילות מטרופולין ביחס לשינויים במחיר ההון ובתופסת לשיעור ההיוון לצורך השווי הטרמינלי:

שיעור היוון (Ke)						
12.75%	12.25%	11.75%	11.25%	10.75%		
575,507	602,857	632,850	665,825	702,176	1.0%	שיעור היוון תוספתי לשווי טרמינלי
562,199	587,820	615,830	646,525	680,248	1.5%	
550,402	574,511	600,792	629,505	660,949	2.0%	
539,930	562,714	587,484	614,467	643,928	2.5%	
530,622	552,243	575,687	601,159	628,891	3.0%	

אלפי ש' 30/06/2025	
11.75%	שיעור היוון - Ke
13.75%	שיעור היוון לפעילות הטרמינלית - Ke
392,965	שווי הון עצמי אשכולות קיימים
34,266	מזומן (31/12/2024)
65,000	הזרמת בגין הקמת אשכולות
492,231	שווי בסיסי אשכולות קיימים
108,561	תוספת חידוש אשכולות בגמר זיכיון
600,792	שווי כולל חידוש אשכולות



הערכת שווי ב.ג מוטורס

פרק ג' – הערכות השווי

הנחות מרכזיות – ב.ג. מוטורס

כללי

- הערכת שווי ב.ג. מוטורס בוצעה בשיטת הוון תזרים המזומנים הלא ממונפים (Unlevered Discounted Cash Flows).
- תחזית תזרים המזומנים נבנתה בהתבסס על הנחות החברה להכנסות הצפויות ולשיעורי הרווחיות והצמיחה וכן על בסיס תקציב לשנת 2025 לב.ג. מוטורס.
- תזרים המזומנים בתחזית הערכת השווי ושיעור ההוון לתזרים הינם בערכים נומינליים.

הכנסות

- הכנסות ב.ג. מוטורס מורכבות מייבוא ישיר ועקיף של כלי תחבורה, בין היתר, יבוא מיניבוסים ואוטובוסים חשמליים ודיזל מהמותג הסיני GREE, בעיקר לתחבורה ציבורית והיסעים.
- החל משנת 2025 החברה צפויה למכור יחידות ראשונות של משאיות מהמותג הסיני FAW, שהחברה מחיקה בזיכיון להפצתם בארץ. החברה נמצאת כיום בהליכי הסבת המשאיות לתקינה האירופאית, וצפויה להשלימה לקראת הרבעון הרביעי של שנת 2025.
- תחזית הכנסות ב.ג. מוטורס מסתמכת בעיקרה על הנחות החברה באשר להזמנות עתידיות לכלי רכב.

עלות המכר

- עלות המכר בסגמנטים השונים נקבעה בהתאם להנחות ב.ג. מוטורס בהתבסס על סך המכירות בכל סגמנט ובהתבסס על ניסיונה של ב.ג. מוטורס בהערכת עלויות אלו.

הוצאות מכירה, שיווק והנהלה וכלליות

- הוצאות מכירה ושיווק בסגמנטים השונים נקבעו בהתאם להנחות ב.ג. מוטורס בהתבסס על עמלות המכירה הצפויות בכל סגמנט, בהתבסס על ניסיונה של ב.ג. מוטורס בהערכת עלויות אלו.
- הוצאות הנהלה וכלליות נקבעו בהתבסס על שיעור הרווח התפעולי החזוי בהתאם להנחות ב.ג. מוטורס.

הוצאות פחת והשקעות הוניות (CAPEX)

- הונח כי הוצאות הפחת בשנות התחזית ובשנה המייצגת ישתוו לסך ההשקעות ברכוש קבוע הדרושות לצורך שמירה על הקיים ותמיכה בגידול בפעילות, ויעמדו על 50 אלפי ש.

הוצאות מיסים

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

הון חוזר

- שיעור ההון החוזר מההכנסות נקבע על פי ממוצע ההון החוזר של החברה ב- 4 השנים האחרונות (2021-2024), שעמד על כ-17.4%. שיעור זה שימש בכל שנות התחזית ובשנה הטרמינלית.

שנה טרמינלית

- בתחזית הונח כי שנת 2030 הינה שנה מייצגת על בסיסה נבנה השווי הטרמינלי (הנחת העסק החי). שיעור הצמיחה בטווח ארוך הינו 4.0% נומינלית בהתאם לשיעור צמיחת האוכלוסייה, תחזית האינפלציה ארוכת הטווח ובהתבסס על מאפייני ענף הפעילות.

פרק ג' – הערכות השווי

שיעור ההיוון הראוי לתזרים המזומנים – ב.ג. מוטורס

מחיר ההון המשוקלל (WACC)

- שיעור ההיוון ששימש בהערכת שווי החברות נאמד ב-16.7% (נומינלי) והתבסס על שיעור ההיוון המשוקלל (WACC) והערכתנו את הסיכון הגלום בפעילות ב.ג. מוטורס.
- להלן פירוט שלבי תחשיב ה-WACC:

פרמטר	ערך	הערה
ריבית חסרת סיכון	4.28%	1
פרמיית השוק	4.62%	2
Beta	1.24	3
פרמיית סיכון ספציפית	10.6%	4
מחיר ההון העצמי של החברה		5
מחיר החוב	7.0%	6
שיעור מס	23.0%	7
שיעור מינוף	25.5%	8
מחיר ההון המשוקלל של החברה		16.7%

הערות:

1. ריבית נומינלית אג"ח ממשלת ישראל – 15 שנה, ליום 30/06/2025.
2. Damodaran, יולי 2025 – פרמיית השוק של ארה"ב.
3. ע"ב נתוני Damodaran, ינואר 2025 – סקטור Retail (Automotive).
4. פרמיית סיכון לגודל ע"פ Duff & Phelps International Valuation Handbook 2024, בתוספת פרמיית סיכון ספציפית בשיעור של 1%.
5. חישוב מחיר ההון נאמד באמצעות שימוש במודל ה-CAPM (לחישוב התשואה הנדרשת על ההון העצמי של ב.ג. מוטורס).
6. מחיר החוב הנורמטיבי של פעילות ב.ג. מוטורס, בהתבסס על מחיר החוב של הפעילות ובהתאמה לעקום ייחוס לא צמוד ל-15 שנה, ליום 30 ביוני 2025.
7. שיעור המס הסטטוטורי ארוך הטווח בישראל.
8. שיעור המינוף הנורמטיבי של ב.ג. מוטורס על פי הנחותיה.

פרק ג' – הערכות השווי

סיכום הערכת שווי – ב.ג. מוטורס

ממצאים

- בהתאם להנחות המפורטות בגוף העבודה, שווי ההון העצמי של פעילות ב.ג. מוטורס נאמד בכ-44.8 מ' ש ליום 30 ביוני 2025. כמפורט להלן:

אלפי ש	30/06/2025
שיעור הון – WACC ¹	16.7%
שיעור צמיחה פרמננטית	4.00%
שווי פעילות	56,459
חוב פיננסי, נטו ²	(11,668)
שווי הון עצמי	44,791

ניתוח רגישות

- להלן ניתוח רגישות לשווי ההון העצמי של ב.ג. מוטורס ביחס לשינויים במחיר ההון המשוקלל ובשיעור הצמיחה הפרמננטית:

שיעור הון					שיעור צמיחה פרמננטי
17.7%	17.2%	16.7%	16.2%	15.7%	
38,665	40,856	43,218	45,770	48,537	
39,230	41,508	43,970	46,637	49,537	
39,845	42,219	44,791	47,587	50,635	
40,517	42,997	45,692	48,629	51,843	
41,252	43,849	46,680	49,777	53,177	5.00%

1. מחיר ההון העצמי (K_E) נאמד בכ-20.6%.
2. באפריל 2025 נפרעו הלוואות בעלים ע"ס 3 מ' ש, חלק בון תור בפירעון - 1.5 מ' ש



סיכום הערכת שווי אחזקות ג'נריישן קפיטל בחברת בון תור

פרק ג' – הערכות השווי

סיכום הערכת שווי אחזקות ג'נריישן קפיטל בחברת בון תור

ממצאים

- בהתאם להנחות המפורטות בגוף העבודה, שווי אחזקות ג'נריישן קפיטל בחברת בון תור נאמד בכ-946.6 מיליון ש"ח ליום 30 ביוני 2025. כמפורט להלן:

אלפי ש"ח	30/06/2025
פעילות ההיסעים (100%)	630,057
מטרופולין (100%)	600,792
ב.ג. מוטורס (45%)	20,156
שווי הון עצמי בון תור	1,251,005
שווי אחזקות ג'נריישן קפיטל בבון תור (75.66%)	946,551

הערכת שווי של חברת PowerGen ליום 30 ביוני 2025

1. מתודולוגיה

לדוח רבעון רביעי לשנת 2024 של ג'נריישן קפיטל בע"מ ("הקרן") שפורסם ביום 27 במרץ 2025 צירפה הקרן הערכת שווי שביצע מעריך שווי חיצוני לחברת פאוורג'ן בע"מ ("PowerGen") ליום 31 בדצמבר 2024 ("הערכת השווי החיצונית").

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

משמעות הדבר היא שבתקופה שחלפה ממועד הערכת השווי הקודמת (31 בדצמבר 2024) ועד ליום 30 ביוני 2025 קיבלו בעלי המניות ב-PowerGen את התשואה לבעלים הצפויה על השקעתם, תשואה המוגדרת בשיטת הירון תזרים המזומנים (Discounted cash flow) בה נעשה שימוש בהערכת השווי החיצונית כמחיר ההון העצמי – Ke .

לאור האמור, נדרשת הקרן להכיר בשינוי השווי ההוגן של חלקה בכל אחת מהפעילויות של PowerGen בגובה מכפלת השווי ההוגן של חלקה בהתאם להערכת השווי החיצונית בתשואה לבעלים (כאשר התשואה לבעלים מתואמת לתקופה שחלפה ממועד הערכת השווי החיצונית), בניכוי הכנסות שקיבלה הקרן על השקעתה ב-PowerGen, ככל שקיבלה ובתוספת השקעות שבוצעו ב-PowerGen על ידי הקרן, ככל שבוצעו.

הקרן תמשיך לפעול לפי מתודולוגיה זו עד למועד ביצוע הערכת שווי על ידי מעריך שווי חיצוני. הערכת שווי על ידי מעריך שווי חיצוני תבוצע עד לחלוף 12 חודשים ממועד הערכת השווי החיצונית או עד המועד בו בחינת ההנחות העיקריות כאמור תצביע על כך שפוטנציאל השפעת מכלול השינויים בהנחות עיקריות בהערכת השווי החיצונית באופן מצטבר על שווייה של PowerGen בכללותה בהתאם להערכת השווי כאמור, הינה מהותית, לפי המוקדם.

2. הערכת השווי

סה"כ	נכסים נוספים (MRC, PSP) ריינדר, בזק-ג', זאן טעינה)	תחנות כוח צפוניות וחופיות	פעילות סולארית	פעילויות סולו ¹	
אלפי ש"ח					
100%					שיעור ההחזקה של הקרן ב- PowerGen
	50%-16.67%	-35% 86.2%	100%	100%	שיעור ההחזקה של PowerGen בנכסים
1,262,985	619,380	456,287	515,756	(328,438)	שווי ההשקעה של הקרן בנכסים בהתאם להערכת שווי חיצונית
	21.5%-9.5%	-10% 15%	-7.5% 12.1%	-12% 12.5%	תשואה צפויה לבעלים בהערכת שווי חיצונית
6 חודשים					התקופה שחלפה ממועד הערכת השווי החיצונית
1,334,960	660,770	484,075	537,042	(346,927)	שווי ההשקעה של ליום 30 ביוני 2025 לאחר קידום תשואה לבעלים ולפני הכנסות שהתקבלו והשקעות נוספות שבוצעו
20,000					הכנסות שהתקבלו
1,315,586					שווי ההשקעה ליום 30 ביוני 2025

אני נותן בזאת הסכמתי לצירוף הערכת שווי זו לדוח רבעון השני לשנת 2025 של החברה.

24/08/2025

תאריך

איתי פלד

סמנכ"ל כספים

ג'נריישן קפיטל בע"מ

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



Generation Capital

הערכת שווי חלקה של ג'נריישן
קפיטל בהון המניות של

Porterbrook Holdings I Limited

ליום ה-30 ליוני 2025

וריאנס ייעוץ כלכלי בע"מ

אוגוסט 2025

שיטות ההערכה

הערכת השווי התבססה על שיטת היוון תזרימי המזומנים לבעלי המניות. תזרימי המזומנים העתידיים מהוונים במחיר הון המשקף את הסיכון הגלום בפעילות העסק ובהיקף החוב של החברות, ומבטא את התשואה אשר משקיע היה מצפה לקבל מעסק בעל סיכון דומה.

תחזית תזרימי המזומנים הצפויים לבעלי המניות התבססה על המודל הפיננסי בהגדרתו בפרק מקורות המידע להלן, מעודכן ליום 30 ביוני 2025, בהתבסס על תחזיות הנהלת פורטרברוק. בנוסף, בעבודתנו הסתמכנו על נתונים נוספים הכוללים את התוצאות ההיסטוריות של פעילות פורטרברוק ונתונים ציבוריים על הענף בו פועלת.

מקורות המידע

במסמך ההערכה שלהלן התבססנו על נתונים שנתקבלו מהקדן. כמו כן, התבססנו על נתונים ממקורות חיצוניים שאנו מאמינים כי הם מהימנים.

מקורות המידע העיקריים ששימשו אותנו בביצוע הערכת השווי מפורטים להלן:

- דוחות כספים מבוקרים של פורטרברוק לשנים 2022-2024;
- דוח לא מבוקר של פורטרברוק ליום ה-30 ביוני 2025;
- דוח כספי של ג'נריישן קפיטל לשנת 2024;
- מודל פיננסי של החברה ליום ה-30 ביוני 2025 (להלן: "המודל הפיננסי");
- שיחות עם הנהלת ג'נריישן קפיטל;
- מקורות מידע פומביים;

מסקנתנו בעבודה זו מסתמכת על הצהרת ההנהלה כי כל המידע שהועבר אלינו נמסר לנו בשלמותו וכי לא הושמט ולא הוסתר מסמך מהותי ו/או רלוונטי כלשהו ו/או פרט מידע מהותי ו/או רלוונטי כלשהו. כמו כן, התבססנו על כך שכל הנתונים שהועברו לנו הינם סופיים וכי לא נעשו בהם שינויים לאחר שנמסרו לנו. כמו כן, הנחנו, כי המידע והנתונים שהועברו אלינו הינם נכונים, שלמים ומדויקים. וריאנס לא נדרשה ולא לקחה על עצמה לבצע כל אימות או סקירה של המידע כאמור.

24 באוגוסט 2025

לכבוד,

ג'נריישן קפיטל בע"מ

בהמשך לבקשת ג'נריישן קפיטל בע"מ (להלן: "ג'נריישן קפיטל"/"הקדן"), ביצעה וריאנס ייעוץ כלכלי בע"מ (להלן: "וריאנס") הערכת שווי ליום 30 ביוני 2025 (להלן: "מועד ההערכה"), לחלקה של הקדן בהון המניות של חברת Porterbrook Holdings I Limited (להלן: "פורטרברוק"/"החברה") אשר מוחזק בשרשור באמצעות חברת החזקות Ulfstead Holdco Limited (להלן: "Ulfstead"). פורטרברוק פועלת בשוק הרכבות הבריטי, ומפעילה פלטפורמה המאפשרת ניהול והחכרת רכבות ברחבי המדינה.

דו"ח הערכה זה נועד אך ורק לצורכי המידע והשימוש של ג'נריישן קפיטל, המבקרים הבלתי תלויים והיועצים המשפטיים של ג'נריישן קפיטל. מוסכם כי ג'נריישן קפיטל תהא רשאית לצרף דוח הערכה זה לדיווחיה לבורסה עפ"י דיני ניירות ערך, התשכ"ח-1968 או תקנות על פיו, ולכל דיווח אחר המוגש עפ"י דיני ניירות ערך, וכן במסגרת הליכים משפטיים בישראל ו/או בפני כל רשות מוסמכת בישראל. מלבד זאת, אין להשתמש בדו"ח זה, להפיצו או לצטטו בכל מסמך שהוא, ללא קבלת אישור בכתב ומראש מוריאנס.

מטרת העבודה

מטרת העבודה שלהלן הינה לקבוע את השווי ההוגן של חלקה של ג'נריישן קפיטל בהון המניות של פורטרברוק.

הגדרת שווי הוגן

שווי הוגן הוא מחיר שהיה מתקבל ממכירת נכס או משולם להעברת התחייבות בעסקה רגילה בשוק העיקרי (או הכדאי ביותר) במועד המדידה בתנאי שוק נוכחיים (כלומר מחיר יציאה) מבלי להתחשב אם מחיר זה ניתן לצפייה במישורין או אם מחיר זה נאמד תוך שימוש בטכניקת הערכה אחרת. לצורך הערכת שווי הנכסים השונים נקטנו בשיטות שונות המתאימות לאופי הנכס המוערך, וכפוף לשימועות השיטה.

עיגול ספרות

עקב עיגול ספרות, תיתכן סטייה קלה בעת סכימה / הכפלה של המספרים המוצגים במסמך.

מסקנה

שווי חלקה של ג'נריישן קפיטל בפורטרברוק נאמד בכ- 117.7 מיליוני פאונד.

ניסיון מקצועי של וריאנס ושל מעריך השווי

לוריאנס ניסיון רב בעבודות כלכליות לחברות ועסקים בישראל. וריאנס ביצעה מספר רב של הערכות שווי לצרכים חשבונאיים ואחרים. העבודה נוהלה על ידי טל גנדל, שותפה, מנהלת תחום מימון תאגידים בוריאנס. לטל ניסיון רב בניהול ובביצוע הערכות שווי של חברות והינה בעלת השכלה מתאימה וניסיון רלוונטי עשיר בתחום (ראה פירוט בנספח ד').

אי תלות והגבלת אחריות

1. עבודה זו בוצעה לבקשת ג'נריישן קפיטל, על פי ההגדרות והתנאים שנקבעו בהסכם ההתקשרות בין ג'נריישן קפיטל לבין וריאנס מאוגוסט 2025. אנו מצהירים בזאת כי אין לנו כל תלות בג'נריישן קפיטל או בפורטרברוק, ואיננו בעלי עניין או צפויים להפוך לבעלי עניין בהן בעתיד.
2. ג'נריישן קפיטל התחייבה כלפי וריאנס כי במקרה בו נתבע בהליך משפטי או הליך אחר, לשלם סכום כלשהו לצד שלישי בקשר לעבודה שבוצעה עבור הקרן, לשפות את וריאנס בגין כל סכום שתחויב בו מעבר ל- 3 פעמים שכר הטרחה ששולם בגין עבודה זו. כמו כן, מתחייבת הקרן שלא לנקוט כנגד וריאנס הליכים משפטיים בקשר עם התקשרות זו.
3. שכר הטרחה אותו קיבלנו עבור ביצוע העבודה אינו תלוי בתוצאות הערכת השווי אותה ביצענו וכן אינו תלוי בביצועי החברה או בהצלחתה של פעולה עסקית הקשורה בהערכת השווי.
4. תוצאות העבודה אותה ביצענו אינן תלויות ו/או מושפעות משכר הטרחה אותו קיבלנו עבור ביצועה.

5. המידע המופיע בעבודה זו אינו מתיימר לכלול את כל האינפורמציה שידרוש משקיע פוטנציאלי ואינו מיועד לקבוע את שווי החברה ו/או נכסיה למשקיע ספציפי. למשקיעים שונים עשויים להיות מטרות ושקולים שונים ושיטות בדיקה על בסיס הנחות אחרות, ובהתאם, המחיר אותו יהיו מוכנים לשלם עבור החברה ו/או נכסיה השונים שונה.
6. עוד חשוב לציין כי מסקנתנו בהערכת שווי זו מסתמכת במידה רבה על מידע צופה פני עתיד המבוסס בעיקרו על אינפורמציה הקיימת בחברה ו/או בג'נריישן קפיטל. במועד כתיבת הערכת שווי זו וכולל הערכות, הנחות או כוונות נכון למועד כתיבת הערכת שווי זו העשויות שלא להתממש או להתממש באופן חלקי בלבד. לפיכך, התוצאות בפועל, כולן או חלקן, עשויות להיות שונות באופן מהותי, לחיוב או לשלילה, מן התוצאות המוערכות, הנגזרות או המשתמעות מהמידע שקיבלנו מהנהלת ג'נריישן קפיטל.
7. עבודה זו אינה מהווה בדיקת נאותות (Due Diligence) ואינה מתיימרת לכלול את המידע, הבדיקות והמבצנים או כל מידע אחר הכלול בעבודת בדיקת נאותות, לרבות בדיקת חוזים והתקשרויות של החברה.
8. תוצאות הערכת השווי הנן רלוונטיות למועד הערכה בלבד ולמטרה עבודה היא בוצעה. כאמור, אין לעשות בהערכת השווי שימוש כלשהו למעט למטרה זו.
9. מסמך זה אינו מהווה בשום אופן הזמנה או הצעה להשקיע לקנות או למכור או להחזיק ניירות ערך או מכשירים פיננסיים הקשורים בתאגיד בו עוסק מסמך זה.
10. עבודה זו מוגבלת לביצוע הערכת השווי של החברה, והיא בוצעה בכפוף לתנאים והגבלות נוספים המתוארים בנספח ב'.
11. כל הזכויות שמורות לוריאנס ייעוץ כלכלי בע"מ.

אנו מתכבדים לספק בזאת לג'נריישן קפיטל הערכת שווי זו ובכל שאלה ועניין הקשורים לעבודה, אנא פנו לוריאנס ייעוץ כלכלי בע"מ בטלפון 5025155 - 03.

בכבוד רב,

Variance Economic Consulting Ltd.

וריאנס ייעוץ כלכלי בע"מ

מילון מונחים

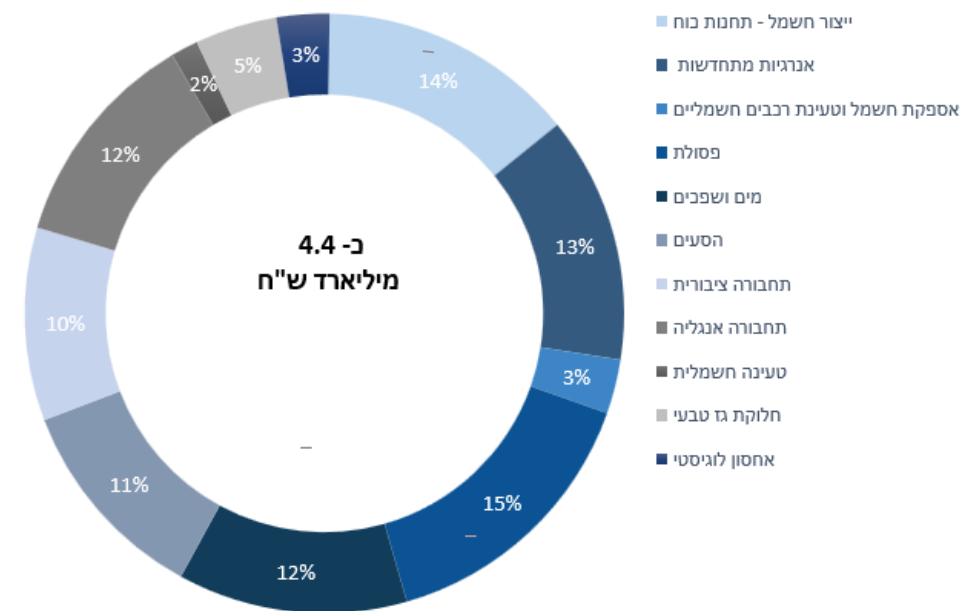
הפניה	הגדרה
ג'נריישן קפיטל/ הקרן	ג'נריישן קפיטל בע"מ
דלמור	Dalmore Capital
החברה/ פורטרברוק	Porterbrook Holdings I Limited
וריאנס	וריאנס ייעוץ כלכלי בע"מ
מועד ההערכה	30 ביוני 2025
Ulfstead / התאגיד המשותף	Ulfstead Holdco Limited

תוכן עניינים

6	1. ג'נריישן קפיטל
8	2. פורטרברוק ופעילותה
10	3. ניתוח שוק
12	4. תוצאות עסקיות
15	5. מתודולוגיה
17	6. הערכת השווי
20	7. סיכום ומסקנות
21	נספח א'- תחזית תזרים המזומנים
22	נספח ב'- תנאים והגבלות
23	נספח ג' – קביעת מחיר ההון
24	נספח ד'- פרטי מעריך השווי

1. ג'נריישן קפיטל¹

ג'נריישן קפיטל היא קרן ציבורית להשקעות בתחומי האנרגיה והתשתיות, שהתאגדה בישראל במאי 2018. במרץ 2019 החלו מניות הקרן להיסחר בבורסה לניירות ערך בתל אביב, והיא נחשבת לקרן הסחירה הראשונה בישראל המתמחה בתחום זה. הקרן משקיעה בחברות ובפרויקטים תשתיתיים, תוך מיקוד בפעילויות חיוניות למשק. תחומי ההשקעה מאופיינים לרוב בחסמי כניסה גבוהים, הסכמים ארוכי טווח, רמות ביקוש יציבות ורגישות נמוכה למחזוריות בשוק ההון. השקעות הקרן מתבצעות לרוב באמצעות פלטפורמות תפעוליות הפועלות לאורך שרשרת הערך בענף, ובחלק מהמקרים נהנות מתמיכה רגולטורית או ממשלתית. להלן נכסי הפורטפוליו של הקרן נכון ליום ה-30 ביוני 2025:



תחבורה - פעילות החברה בתחום התחבורה מתבצעת באמצעות החזקתה בכ-75.7% מהון מניותיה של חברת בון תור בע"מ, הפועלת בתחום הסעת ההמונים, אשר לה שלוש פעילויות מרכזיות: (1) תחבורה ציבורית, באמצעות החזקתה במלוא הון מניותיה של מטרופולין תחבורה ציבורית בע"מ, (2) היסעים, ו-(3) פעילות ייבוא רכב.

ייצור, אגירה ואספקת חשמל - פעילות הקרן בתחום הייצור, אגירה ואספקת חשמל בישראל נעשית באמצעות PowerGen (100%) המרכזת את כלל פעילות הקרן בתחום החשמל – ייצור חשמל, אגירת אנרגיה ואספקת חשמל ללקוח. פעילות אספקת החשמל ללקוח הביתי של PowerGen נעשית באמצעות שותפות עם בזק (בזק-ג'ן) אשר הושקה במחצית 2024 ומציגה קצב הרכשת לקוחות גבוה מהתחזית ותפיסת נתח שוק משמעותי.

חלוקת גז טבעי - פעילות החברה בתחום חלוקת הגז הטבעי מתבצעת באמצעות החזקתה בכ-33.33% מהון מניותיה של כל אחת מהחברות נגב גז טבעי בע"מ, גז טבעי דרום בע"מ, שהינן בעלות רישיון בלעדי להקמה והפעלה של תשתיות לחלוקת גז טבעי באזור פעילותן (נגב ודרום הארץ), וכן בנגב החברה לתשתיות גז טבעי אי.פי.סי בע"מ, המעניקה לחברות החלוקה שירותי הקמה, תפעול ותחזוקה.

מים, שפכים וסביבה - פעילות החברה בתחום המים, השפכים והסביבה מתבצעת באמצעות החזקתה ב-80.01% מהון מניותיה של בלוג'ן בע"מ² ("בלוג'ן"). פעילות החברה כוללת ייזום, הקמה ותפעול של פרויקטים לטיפול במים ושפכים, פעילות לכל אורך שרשרת הערך בתחום הפסולת והמחזור, הקמה של פרויקטי תשתית לאומיים ארוכי טווח בתחומי המים והשפכים ובתחומי הפסולת, ופעילות בתחום הכימיקלים. חטיבת הזכיינות כוללת 5 הסכמי זיכיון ארוכי טווח (PPP) בתשתית לאומית בתחום התפלת מי ים, פסולת וטיהור מים - מתקן התפלה בפלמחים (51%, BOO, מניב), מתקן התפלה אשדוד (50%, DBOT, מניב) ותחנת כוח סמוכה, סמארט-וויסט (50%, BOT, בהקמה), דיה (50%, BOT, בהקמה) ותע"ש (BOT, לפני סגירה פיננסית). במחצית הראשונה של שנת 2025, הודיעה הקרן על כוונתה

¹ מקור: דוחות כספיים של הקרן לשנת 2024, ולרבעון ראשון לשנת 2025, מצגת משקיעים ג'נריישן קפיטל בע"מ לרבעון הראשון לשנת 2025 והנהלת החברה.

² בשמה הקודם - ג'י.אי.אס גלובל אנירומנטל סולושנס בע"מ (GES)

לחבר את פעילות הפסולת תחת זרוע אחת. כחלק מתוכנית זו, מימשה בלוג'ן את האופציה לרכישת מניות המיעוט (25%) בק.מ.מ. ועלתה לשליטה מלאה (100%) זרוע הפסולת שתהיה בשליטת בלוג'ן (החזקה של כ-80%) צפויה לכלול את פעילויות דקל, ק.מ.מ. וסמארט וויסט.

תחום האחסון הלוגיסטי - פעילות החברה בתחום הלוגיסטיקה מתבצעת באמצעות החזקתה במחצית מהון מניותיה של פרידזון מרכזים לוגיסטיים בע"מ ("פרידזון"), זאת לאחר שביום 26 באוגוסט 2021, הושלמה עסקת השקעה כנגד רכישה בהקצאה של 50% מהון המניות של פרידזון. פעילותה של פרידזון כוללת אחסנה, ניהול, פיתוח, תפעול ואחזקה של מתחמים לוגיסטיים. החברה מחזיקה בשישה מתחמים לוגיסטיים, ארבעה פעילים ושניים בהקמה, הממוקמים בסמוך לנמלי הים באשדוד ובחיפה.

תחבורה רכבתית באנגליה - לקרן פעילות בתחום התחבורה הרכבתית באנגליה אשר מתבצעת באמצעות החזקתה ב- 10% (בשרשור) מהון מניותיה של חברת Porterbrook Holding I Limited - חברת החכרת רכבות נוסעים ומשא ("ROSCO" - "Rolling Stock company") בריטית מובילה העוסקת ברכישה, מימון, החכרה ותחזוקה של צי רכבות עבור מפעילות קווי הרכבת ברחבי בריטניה. החברה הינה חברת רכבות הנוסעים השנייה בגודלה בבריטניה (מתוך שלוש החברות הגדולות, המחזיקות יחדיו בכ-70% משוק החכרת הרכבות). לחברה 37 צי קרונות הכוללים כ-4,000 רכבות המוחכחות בשיעור ניצולת של מעל ל-97%, והינה בעלת נתח שוק של כ-23%.

תחום עמדות טעינה לרכבים חשמליים (טעינה חשמלית) בחו"ל - לקרן פעילות בתחום עמדות טעינה לרכבים חשמליים בפולין וסלובקיה אשר מתבצעת באמצעות החזקתה בכ-13.2% מהון מניותיה של חברת GREENWAY HOLDING S.A ("גרין-ווי") - באמצעות חברת בלונז, הרשומה בפולין, דרכה בוצעה ההשקעה בגרין-ווי (26.4%) ומוחזקת בשותפות עם קרן הליוס (50%).

2. פורטרברוק ופעילותה³

2.1 כללי

פורטרברוק, אשר החלה את פעילותה בשנת 1994 בעקבות הפרטת חברת הרכבות הלאומית בבריטניה, עוסקת ברכישה, מימון, החברה ותחזוקה של ציי רכבות עבור מפעילות רכבות נוסעים (TOC- Train Operating Companies) ומפעילות רכבות משא (FOC- Freight Operating Companies) ברחבי בריטניה.

נכון למועד ההערכה, פורטרברוק הינה ה-ROSCO⁴ השנייה בגודלה בבריטניה, מבין שלוש ה-ROSCO המובילות בבריטניה אשר הוקמו כחלק מהפרטת מערך הרכבות הבריטי, ומחזיקות יחד בכ- 70% משוק החכרת הרכבות.

נכון למועד ההערכה, פורטרברוק מחכירה צי של כ- 4 אלפי קרונות המהוות כ- 23% מסך הקרונות המוחכרים ל-TOCs בבריטניה כאשר כ-61% מהצי הינו חשמלי והיתר באמצעות דיזל. החברה מחכירה רכבות על בסיס חכירות תפעוליות. לאורך השנים, הוחכרו רכבות הנוסעים ל-TOCs למשך תקופת הזכיינות (7-10 שנים) כאשר בבריטניה מודל רכש הרכבות על ידי ה-ROSCOs מבוסס על ההנחה שאורך החיים הכלכלי שלהן הינו 35-40 שנים, ובהתאם, הן נדרשות להחכיר את הרכבות מחדש או למצוא חוכר חלופי בכל פעם שהסכם החכירה מסתיים, כאשר החוכר החלופי יכול להיות ה-TOC החדש שמפעיל את השירותים בקו הקיים בו הצי פועל, או TOC שתפעל קו רכבות אחר. שיעור ניצולת החכרת הרכבות הממוצע של החברה הינו למעלה מ- 97% בעשרים השנים האחרונות.

עיקר הכנסותיה של פורטרברוק נובע מהחכרת הרכבות שברשותה (כ-80% מסך ההכנסות בשנת 2024), והיתר ממתן שירותי תחזוקה לרכבות המוחכרות. כ-94% מרכבות החברה הינן רכבות נוסעים, 3% רכבות משא ו-3% נכסים נוספים.

הכנסות החברה, מבוססות בעיקרן על התקשורת עם 11 TOCs ברחבי בריטניה החוכרות ממנה 45 ציי רכבות נוסעים, אשר ככלל נעשים במחיר חכירה קבוע לתקופת החכירה. לרוב דמי החכירה, נקבעים בהתאם להון המושקע (CAPEX) בתוספת שיעור תשואה על ההון שהושקע ברכבות.

הסכמי ההחכרה של פורטרברוק מול ה-TOCs כוללים הוראות "hell or highwater", לפיהן ה-TOCs מחויבים לשלם את דמי החכירה ללא קשר לשימוש שלהן ברכבות וללא תלות בביקוש לנסועה בפועל, כפי שקרה במהלך משבר הקורונה, מה שמאפיין באופן משמעותי ביותר סיכון הביקוש לנסועה במהלך תקופת הסכמי החכירה.

במחצית השנייה של 2024 משרד התחבורה הבריטי העביר רפורמה מקיפה בענף הרכבות אשר החלה בפועל בשנת 2025. במסגרת רפורמה זו כלל חברות ה-TOC יולאמו ויעברו להפעלה ישירה על ידי המדינה בתום חוזה ההפעלה הנוכחים. רפורמה זו נמצאת בעיצומה כאשר החברה הממשלתית המיועדת להפעלת הרכבות נמצאת בהרצה, הסכמי הפעלה שכבר פקעו הועברו אליה, והיא נערכת לקליטת יתרת ההסכמים בשנים הקרובות. עם יישום מודל זה תחדל פורטרברוק להתקשר עם חברות פרטיות ותחל לספק שירותים למפעיל הממשלתי בלבד (GBR). יצוין כי רפורמה זו אינה משפיעה על הסכמי הפעלה קיימים, מודל ההתקשורת במעבר לחברה הממשלתית אינו צפוי להשתנות, ומשרד התחבורה הבהיר בפומבי, מספר פעמים כי אין כל כוונה להלאים את פעילות החכירה, או לבצע כל שינוי אחר במקטע שוק זה. יתר על כן, לאור המצוקה התקציבית בה נמצאת המדינה אין כל היתכנות למימון עלות הצי על ידי המדינה.

בשנת 2024 והמחצית הראשונה של 2025 ביצעה פורטרברוק תהליכי פיתוח עסקי אשר תרמו להפחתת פרופיל הסיכון של פורטרברוק ולפיתוח מנועי צמיחה חדשים, לרבות, רכישת חברות המספקות שירותי תחזוקה בסקוטלנד, זכייה במכרז משמעותי אשר צפוי להיכנס לתוקף בשנת 2027, למימון רכישת 100 קרונות מתקדמים והחכרתם לתקופה של לפחות

³ מקורות: אתר החברה; דוח תקופתי ג'נריישן קפיטל לשנת 2024 וליום 31 במרץ 2025; מצגת ג'נריישן קפיטל, מאי 2025.

⁴ Rolling stock company

2.2 רכישת מניות פורטרברוק

ביום ה- 10 בנובמבר 2021 הושלמה עסקה בהתאם להליך תחרותי בו זכה תאגיד אנגלי, Ulfstead, המוחזק על ידי הקרן וקרן דלמור של 33.33% ו- 66.67%, בהתאמה, לרכישת 30% מהון מניות פורטרברוק בתמורה לכ- 471.3 מיליון פאונד.

חלקה של הקרן בהזרמת ההון למימון העסקה, 111 מיליון פאונד, מומן ממקורותיה העצמאיים. כמו כן, בנוסף לחלקה של הקרן ושל דלמור בהזרמת ההון למימון העסקה, נטל התאגיד המשותף הלוואה במועד העסקה בסך של כ- 143 מיליון פאונד. בשנת 2022 ביצע התאגיד המשותף מחזור חוב לכ- 150 מיליון פאונד.

להלן מבנה הבעלות בחברת פורטרברוק:



8 שנים בהיקף השקעה מצטבר של כ-500 מיליון פאונד ל- LNER. כמו כן זכתה החברה במספר הליכים קטנים יותר לאספקת קטרים וקרונוות למפעילות רכבות משא ועבור החברה המבצעת את בקרת המסילות. במקביל נמצאת החברה במספר תהליכי פיתוח עסקי משמעותיים מאוד הנוגעים להחברת ציים חדשים וקיימים, סך ההשקעות לטובת מימוש ציים אלו יעמוד על למעלה מ-3 מיליארד פאונד. לצד זה פועלת החברה להשלמת עבודות ההקמה במתחם Long Marston אשר ישמש להרצה, בדיקה ותחזוקה של קרונוות, מתחם ייעודי בהשקעה של כ-70 מיליון פאונד אשר צפוי לייצר חסכונות משמעותיים לחברה וזאת לצד הכנסות ממכירת שירותים לצדדים שלישיים.

ענף הרכבות בבריטניה מצוי בשנים האחרונות בתהליך מואץ של שדרוג טכנולוגי ואימוץ פתרונות בני קיימא, תוך דגש על מערכות הנעה נקיות ושיפור ביצועים סביבתיים בהתאם לעקרונות ESG. פורטרברוק פועלת במסגרת מגמה זו, עם השקעות ממוקדות בצי רכבות בטכנולוגיות דלות פליטה, ובכללן רכבות מסוג Bi-mode⁵ ו-Zero Tailpipe Emissions⁶, אשר מהוות חלק משמעותי מתיק ההשקעות שלה. בשנת 2024 דורגה החברה במדד GRESB העולמי במקום ה-18 מתוך 694 חברות, עם ציון של 100/100 ודירוג של חמישה כוכבים זו השנה השלישית ברציפות. כמו כן, החברה מבצעת ניטור שוטף של פליטות גזי חממה הנובעות מפעילותה, והציבה יעד לפיו 95% מההשקעותיה יתמקדו בטכנולוגיות הנעה נקייה.

⁵ כלי תחבורה היברידים

⁶ כלי תחבורה אשר אינם מזהמים או פולטים פחמן דו חמצני

3. ניתוח שוק⁷

3.1 כללי

מערך הרכבות הבריטי הינו מהוותיקים בעולם, מסילת הרכבת הציבורית הראשונה נפתחה ב-1825, ולאחריה החל עידן התרחבות מואצת. שוק הרכבות בבריטניה מהווה תשתית תחבורתית חיונית, המאופיינת בבסיס ביקושים רחב, מסגרת רגולטורית תומכת, ומודלים חוזיים יציבים ארוכי טווח. מאז הפרטות בשנות ה-90, פועל השוק בשיטת הפרדה מבנית בין תשתיות הרכבת, הפעלת השירותים התחבורתיים, ובעלות על צי הקרונות. מבנה זה מאפשר הקצאת משאבים אפקטיבית, מחדד את תחומי האחריות בין השחקנים ומייצר תנאים תחרותיים לרכש ותפעול.

הענף ממשיך להפגין מגמת התאוששות וצמיחה עקבית לאחר מגפת הקורונה, כאשר בשנת 2024 נרשמו כ-1.7 מיליארד נסיעות נוסעים, גידול של כ-9% ביחס לשנה הקודמת, ובהתאם לרמות השימוש שנרשמו טרם המגפה. מגמה זו מגובה בעלייה דו-ספרתית הן במספר קילומטרי הנוסע והן בהכנסות מפעילות נוסעים, ומעידה על חוסנו המבני של הענף ועל חזרתו למסלול צמיחה ארוך טווח.

שוק זה מאופיין בנוכחותן של שלוש חברות "ROSCO" (Rolling Stock Operating Companies) מרכזיות: Eversholt Rail, Angel Trains, ופורטרברוק המחזיקות יחד בכ-70% מנתח השוק. חברות אלו משכירות צי רכבות למפעילות התחבורתיות (TOCs) ומגשרות על הפער המבני בין אורך חיי הרכבת (כ-35-40 שנים) לבין משך זיכיונות ההפעלה (7-15 שנים לרוב). בכך מתאפשר שימוש יעיל ומתמשך בצי הקיים.

מנגד, הענף נהנה מרמת מעורבות ממשלתית גבוהה, המתבטאת בתמיכה תקציבית עקבית (כ-12.5 מיליארד ליש"ט בשנת 2024), השקעות בתשתית ומדיניות ארוכת טווח השומרת על מעורבותו של המגזר הפרטי ברכש והשכרת צי הקרונות. מדיניות זו אף אושרה מחדש בשנת 2024 (וכן במספר אירועים שלאחר מכן) במסגרת נאום שר התחבורה בבית הלורדים,

חרף השינויים הממשלתיים הצפויים והמהלכים להקמת גוף רגולטורי חדש – (GBR - Great British Railways).

לצד זאת, מתאפיין השוק בפעילות ענפה בתחום הרכש. בשנים הקרובות צפויים להתקיים מספר מכרזים בהיקף של כ-4 מיליארד ליש"ט לרכש קרונות חדשים, המהווים מנוע צמיחה פוטנציאלי לחברות הפעילות בענף, ובראשן חברות ROSCO.

3.2 רגולציה

מערכת הרכבות בבריטניה מתאפיינת ברגולציה הדוקה ותמיכה ממשלתית רחבת היקף, כחלק מהכרה ציבורית בתפקידה כתשתית תחבורה לאומית חיונית. בשנת 2024 חלה תפנית רגולטורית עם עליית מפלגת הלייבור לשלטון, אשר הובילה לאימוץ תוכנית רחבת היקף לשינוי מבנה שוק הרכבות.

במרכז התוכנית עומדת הקמת גוף ממשלתי חדש בשם "Great British Railways" (GBR) אשר צפוי להיכנס בהדרגה לנעליהן של חברות ההפעלה הפרטיות (TOCs) באמצעות מנגנון של אי-חידוש חוזים עם פקיעתם. יעד הרגולציה הוא להעביר את כלל תפעול קווי הנוסעים באנגליה לבעלות ציבורית עד אוקטובר 2027. תהליך ההלאמה החל בפועל במהלך 2025, ו-GBR כבר החלה בקליטת חוזים שהסתיימו תוך שמירה על תנאים מסחריים דומים לאלו שהיו נהוגים עד כה.

לצד שינויי הבעלות, מתוכננת השקעה ממשלתית רחבת היקף בתשתיות הרכבת, שתחל במהלך שנת 2025, כחלק מהמדיניות המוצהרת לחיזוק התחבורה הציבורית והפחתת התלות ברכב פרטי. עם זאת, חשוב לציין כי הממשלה ממשיכה לקיים מדיניות עקבית של רכישת והשכרת צי רכבות דרך חברות פרטיות (ROSCOs), לרבות פורטרברוק, אשר אינן צפויות להיות מושפעות לרעה מהשינויים המבניים במקטע ההפעלה.

⁷ מקורות: דוח תקופתי לג'רייזן קפיטל לשנת 2024; דוח תקופתי של החברה לשנת 2024; הנהלת החברה.

3.3 חסמי כניסה וגורמי הצלחה

שוק החכרת צי הרכבות בבריטניה מאופיין בחסמי כניסה גבוהים במיוחד, הנובעים משילוב של דרישות הון נרחבות, מורכבות תפעולית גבוהה, ומאפיינים רגולטוריים הדורשים עמידה בסטנדרטים טכניים ותפעוליים מחמירים. חסמים אלו מגבילים את כניסתם של שחקנים חדשים לשוק, ומעצימים את יתרון היחסי של חברות ותיקות ומבוססות.

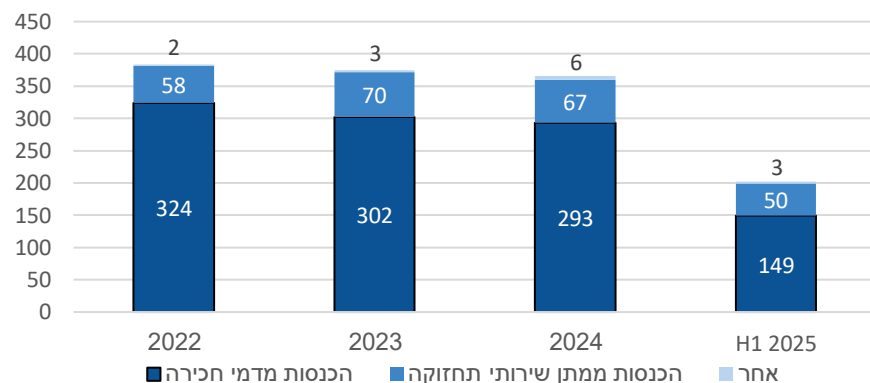
גורמי ההצלחה המרכזיים בענף כוללים:

- יתרון לגודל ופיזור רחב של הצי מאפשרים גמישות תפעולית והתמודדות עם שינויים בביקוש או בשוק הזכיינות.
 - דירוג אשראי גבוה מאפשר גישה למקורות מימון מגוונים בתנאים אטרקטיביים והעמדת הון משמעותי לרכישת רכבות חדשות.
 - יכולות ניהול ואחזקת צי ברמה גבוהה, כולל טיפול שוטף, שדרוגים טכנולוגיים והסבות, חיוניות לשמירה על זמינות ואמינות.
 - חדשנות טכנולוגית מאפשרת התאמה לדרישות רגולטוריות וסביבתיות, ומספקת ערך מוסף למפעילים ולרגולטור.
 - קשרים אסטרטגיים עם יצרני צי רכבות תורמים לנגישות מהירה לדגמים חדשים וליכולת התאמה ייעודית לצורכי השוק.
 - היכולת לנהל צי מגוון תחת רגולציה מחמירה מצריכה ניסיון תפעולי משמעותי ותשתית מקצועית רחבה.
- מבנה הוני יציב ויכולת לספוג סיכונים תפעוליים ומימוניים מהווים תנאי הכרחי לפעילות בת-קיימא בשוק מורכב זה.

הכנסות

הכנסות החברה מורכבות משני מקורות עיקריים: הכנסות מדמי החכרה (Capital Lease Revenue) אשר היוו כ- 82% מהכנסות החברה במוצע בשנים 2022-2024 והכנסות ממתן שירותי תחזוקה שהחברה מספקת במסגרת חכירות אלו (Non-Capital Lease Revenue).

להלן גרף המציג את התפלגות ההכנסות של החברה בשנים 2022-2024 וחציון ראשון של שנת 2025 (במיליוני פאונד):



בשנת 2023 הסתכמו הכנסות החברה בכ-375.0 מיליון פאונד, ירידה של כ-2% לעומת שנת 2022. הירידה בהכנסות נבעה בעיקר מסיכום של מספר חוזי חכירה, בהתאם לתנאיהם המקוריים, וכן מהוצאה הדרגתית של צי רכבות שהגיעו לסוף חייהם הכלכליים. בשנת 2024 נרשמה ירידה נוספת של כ-2% בהכנסות, לרמה של כ-365.6 מיליון פאונד. ירידה זו נבעה אף היא מהמשך סיום חוזים במהלך 2023, אשר לא חודשו, בהתאם לאופי מחזור החיים של הקרנות והסכמי החכירה שנקבעו מראש. במהלך המחצית הראשונה של שנת 2025 הסתכמו הכנסות החברה בכ-201.3 מיליון פאונד.

4. תוצאות עסקיות

4.1 דוח רווח והפסד

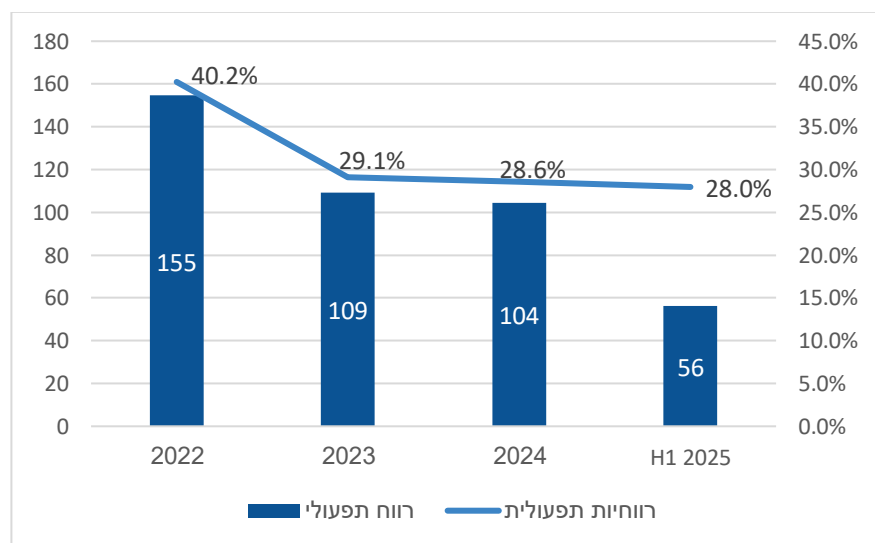
להלן דוח רווח והפסד מבוקר של החברה לשנים 2022-2024 ודוח לא מבוקר לחציון הראשון של שנת 2025 (אלפי פאונד):

אלפי פאונד	2022	2023	2024	H1/2025
הכנסות	384,132	375,034	365,566	201,303
עלות ההכנסות	(225,195)	(256,107)	(249,720)	(140,660)
רווח גולמי	158,937	118,927	115,846	60,643
% מההכנסות	41.4%	31.7%	31.7%	30.1%
הוצאות הנהלה וכלליות	(8,690)	(10,168)	(12,002)	(4,344)
רווח ממימוש רכוש קבוע	4,343	444	612	2
רווח תפעולי	154,590	109,203	104,456	56,301
% מההכנסות	40.2%	29.1%	28.6%	28.0%
הוצאות מימון	(19,717)	(78,989)	(39,467)	(52,277)
הכנסות מימון	2,167	6,491	6,873	21,234
רווח (הפסד) לפני מיסים	137,040	36,705	71,862	25,258
% מההכנסות	35.7%	9.8%	19.7%	12.5%
הוצאות מיסים	(32,179)	(8,240)	(18,435)	(6,359)
רווח לתקופה	104,861	28,465	53,427	18,899
% מההכנסות	27.3%	7.6%	14.6%	9%
EBITDA	320,096	287,195	266,034	139,380
% מההכנסות	83.3%	76.6%	72.8%	69.2%

רווח תפעולי

בשנת 2023 הרווח התפעולי של החברה הסתכם בכ- 109.2 מיליון פאונד הנמוך בכ- 29% בהשוואה לרווח התפעולי של החברה בשנת 2022 אשר הסתכם בכ- 154.6 מיליון פאונד. הירידה במחזור ההכנסות בשנת 2023 בהשוואה לשנה המקבילה אשתקד במקביל לעלייה בעלות ההכנסות כפי שהוסבר לעיל השפיעה באופן ישיר על הרווח התפעולי של החברה. הרווחיות התפעולית, כשיעור מההכנסות, ירדה בשנים אלו מכ- 40.2% מההכנסות בשנת 2022 לכ- 29% בשנים 2023-2024. במחצית הראשונה של 2025 עמד הרווח התפעולי של החברה על כ- 56.3 מיליון פאונד.

להלן גרף המציג את הרווח התפעולי של החברה ושיעורו מסך ההכנסות בשנים 2022-2024 וחציון ראשון של 2025 (במיליוני פאונד):



עלות ההכנסות

עלות ההכנסות של החברה כוללות בעיקר הוצאות פחת בגין צי הרכבות של החברה המהווה כ- 69% מעלות ההכנסות בממוצע בשנים המוצגות לעיל. בנוסף לחברה עלויות תחזוקה (כ- 23% מעלות ההכנסות בממוצע) והיתר תגמולים שונים לעובדים והוצאות אחרות.

בשנת 2022 הסתכמה עלות ההכנסות בכ- 225.2 מיליון פאונד, כ- 59% מסך ההכנסות, ואילו בשנים 2023-2024, עלות המכר, כשיעור מההכנסות עלתה והיוותה כ- 68% מההכנסות. השחיקה ברווח הגולמי בשנים אלו ביחס לשנת 2022 נבעה, בעיקרה, מגידול בהוצאות הפחת והוצאות תחזוקה כתוצאה מהשקעות ושדרוגים שבוצעו בציים קיימים. עלות ההכנסות במחצית הראשונה של שנת 2025 הסתכמה לסך של כ- 140.6 מיליון פאונד.

הוצאות הנהלה וכלליות

הוצאות הנהלה וכלליות בחברה כוללות בעיקר הוצאות שכר, מערכות מידע, ייעוץ משפטי ועלויות אחסון של הצי שאינו בשימוש. בשנים 2022-2024, הוצאות אלו עלו בהדרגה מסך של כ- 8.7 מיליון פאונד בשנת 2022 לכ- 12.0 מיליון פאונד בשנת 2024 וזאת לאור הרחבת פעילות התחזוקה ועליה בפעילות האחסון. בשנים אלה הוצאות הנהלה והכלליות, כשיעור מההכנסות, היו יציבות ונעו בטווח שבין כ- 2%-3% מההכנסות. הוצאות הנהלה וכלליות במחצית הראשונה של 2025 עמדו על כ- 4.3 מיליון פאונד.

רווח ממימוש רכוש קבוע

רווח ממימוש רכוש קבוע בחברה נובע ממכירת הרכבות המוחכרות שבבעלות החברה בסוף חייהם השימושיים. תמורת המימוש מושקעת מחדש בשיפור רכבות קיימות ורכישת רכבות חדשות.

4.2 מאזן

להלן מאזן החברה ליום 31 בדצמבר 2024 וכן ליום 30 ביוני 2025 (באלפי פאונד), כפי שהועבר מהנהלת החברה:

אלפי פאונד	31/12/2024	30/06/2025
מזומנים ושווי מזומנים	201,753	105,815
נכס מס שוטף	3,414	5,868
לקוחות וחייבים אחרים	6,357	7,720
סה"כ נכסים שוטפים	211,524	119,403
רכוש קבוע, נטו	2,168,794	2,160,570
מוניטין	937,643	937,643
השקעה בחברות כלולות	2,881	2,881
הטבות עובדים	2,989	2,989
נגזרים פיננסיים	-	5,503
סה"כ נכסים	3,323,831	3,228,989
ספקים וזכאים אחרים, זמן קצר	283,830	278,513
חלויות שוטפות של הלוואות	58,490	-
הכנסות מראש	-	144,562
סה"כ התחייבויות שוטפות	342,320	423,075
ספקים וזכאים אחרים לזמן ארוך	161,418	-
הלוואות	1,540,695	1,563,895
נגזרים פיננסיים	12,184	-
התחייבות מס נדחית	325,107	320,922
מניות בכורה משתתפות	-	100
סה"כ התחייבויות לזמן ארוך	2,039,404	1,884,917
סה"כ התחייבויות	2,381,724	2,307,992
הון עצמי	942,107	920,998
סה"כ התחייבויות והון עצמי	3,323,831	3,228,989

ניתן לראות כי החוב הפיננסי של החברה נכון ליום ה- 30 ביוני 2025 עומד על כ- 1,563.9 מיליון פאונד, המהווה כ- 48% מסך המאזן של החברה. שיעור מינוף זה נובע בעיקר ממימון רכישת ציי רכבות לצורך החכרתם ל-TOC.

5. מתודולוגיה

קיימות מספר שיטות מקובלות להערכת שווי כלכלי:

- שיטת היוון תזרימי מזומנים;
- שיטת ההשוואה לעסקאות דומות (מכפיל);
- שיטת המכפיל;
- שיטת השווי הנכסי.

שיטת היוון תזרימי המזומנים

שיטת היוון תזרימי המזומנים (Discounted Cash Flow method) מבוססת על הערכת יכולתו של העסק להפיק מזומנים. בהתאם לכך, מוערך שווי העסק באמצעות היוון תזרימי המזומנים, אשר צפוי כי יפיק בעתיד. תזרימי המזומנים העתידיים מהווים במחיר הון המשקף את הסיכון הגלום בפעילות העסק, ומבטא את התשואה אשר משקיע היה מצפה לקבל מעסק בעל סיכון דומה. שיטת היוון תזרימי המזומנים הנה השיטה המקובלת ובעלת הבסיס התיאורטי המוצק ביותר להערכת שווי חברות ונכסים. לצורך שימוש בשיטה זו יש לבנות מודל פיננסי, אשר יחזה את המכירות, עלות המכירות, הוצאות ההנהלה והמכירה, המיסים וההשקעות, וזאת לצורך גזירת תזרימי המזומנים החזוי. יתרונה של השיטה נובע מהתאמתה לעסק הספציפי והתייחסותה לגורמים ייחודיים בעסק נשוא ההערכה. מאפיין זה מביא לרמת דיוק גבוהה יחסית. חסרונותיה של השיטה טמונים בקושי לחזות את ההכנסות, ההוצאות וההשקעות העתידיות הרלבנטיות, ולקבוע מחיר הון מתאים.

שיטת ההשוואה לעסקאות דומות

שיטה זו עושה שימוש במחיר בפועל, לפיו בוצעה עסקת מכר של העסק נשוא ההערכה, או של עסקים דומים, וזאת בתנאי שעסקה כזו בוצעה בתוך פרק זמן סביר לפני ביצוע ההערכה. כדי להשוות לעסקות שנעשו בעסקים דומים, יש למצוא עסקאות הדומות מבחינת תחום הפעילות, מאפיינים תפעוליים, מידת הסחירות ונתונים פיננסיים. יתרונותיה של השיטה בכך שהיא משקפת נאותה, דרך המחירים שנקבעו בפועל בין קונים ומוכרים מרצון, את כל

הפרמטרים המשפיעים על השווי, ומונעת את הצורך להתבסס על תחזיות העלויות להיות שנויות במחלוקת. כמו כן, התבססות על עסקאות שמועד ביצוען סמוך למועד הערכת השווי, 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, למצוא עסקאות דומות, מהן לגזור את שווי העסק המוערך.

שיטת המכפיל

בשיטת המכפיל מוערך העסק על בסיס היחס הממוצע בענף בו הוא פועל בין שווי השוק לבין פרמטר חשבונאי נבחר. הפרמטרים המקובלים כוללים את הרווח הנקי, הרווח התפעולי, המכירות וההון העצמי. היחס הממוצע בענף בין שווי השוק לפרמטר החשבונאי הרלבנטי מכונה "מכפיל". השיטה טובה בעיקר לקבלת אומדן כללי ראשוני לגבי שווי העסק אך לא להערכה מדויקת. יתרונה של השיטה נעוץ בפשטותה ובמהירותה, יחסית לשיטות אחרות. החיסרון העיקרי של שיטה זו נעוץ בעובדה שהיא אינה לוקחת בחשבון שורה של גורמים העשויים להשפיע על השווי הספציפי של העסק, בשונה מעסקים "דומים" באותו תחום, כגון: שיעור צמיחה שונה, מבנה הון שונה וכדומה. חסרון נוסף נובע מן העובדה שבמרבית המקרים קיים תחום רחב של מכפילים, אשר מיצעו אינו מביא בהכרח לתוצאה נכונה.

שיטת השווי הנכסי

שיטה זו מתבססת על שווי נכסי העסק בניכוי התחייבויותיו, כפי שהם משתקפים במאזנו. ההערכה יכול שתיעשה תוך ביצוע התאמות ותיקונים, בניסיון לאמוד את שווי השוק של הנכסים וההתחייבויות. שיטה זו מתאימה בעיקר לעסקים בעלי נכסים מוחשיים רבים, כדוגמת חברות נדל"ן. הגישה מתאימה גם להערכה של עלות ההקמה של עסק 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.

שיטת הערכה שנבחרה במסגרת העבודה

לצורך ביצוע הערכת שווי חלקה של ג'נריישן בחברה התבססנו על שיטת היוון תזרים המזומנים (DCF) לבעלי המניות. שיטת היוון תזרים המזומנים לבעלי המניות דומה במהותה להיוון תזרים המזומנים בהערכת שווי לחברה, אך כוללת התייחסות שונה במספר נקודות:

1. היוון תזרים המזומנים הינו לאחר מרכיב החוב, כלומר מהוונים את תזרים המזומנים בשכבת בעלי המניות בפרויקט, לאחר תשלום החוב למממנים.
 2. מאחר ושכבת החוב למממנים נלקחת בחשבון במסגרת תזרים המזומנים החזוי לפרויקט, לא נדרש לבצע התאמה נוספת בגובה החוב לשווי הפעילות המהוון (בדומה לחישוב בהערכת שווי חברה).
 3. שיעור ההיוון משקף את מרכיב ההון בלבד (K_e), המשקף את הסיכון והתשואה הנדרשת על ידי בעלי המניות.
- בחרנו בשיטת היוון תזרים המזומנים לבעלי המניות בהתבסס על נתוני המודל הפיננסי המפורט של החברה לתקופת התחזית, כפי שהתקבל מהנהלת ג'נריישן קפיטל. בשיטה זו הונו את תזרים המזומנים הצפוי לבעלי המניות מהחברה בשיעור היוון המגלם את רמת הסיכון לבעלי המניות, הגלום בתחום פעילות הרכבות בבריטניה.

6. הערכת השווי

6.1 הנחות כלליות

בעבודתנו הערכנו את חלקה של ג'נריישן קפיטל בשווי הון המניות של חברת פורטרברוק, שכאמור מוחזק באמצעות חברת החזקות, התאגיד המשותף Ulfstead. על כן הערכנו את שווי Ulfstead, וזאת בהתבסס על תחזית תזרים המזומנים הצפוי לבעלי המניות ובהתבסס על המודל הפיננסי המפורט שהעובר אלינו על ידי הנהלת ג'נריישן קפיטל. ההערכה באמצעות מודל זה מתבססת על אומדן תזרימי המזומנים הצפויים לבעלי המניות עד לאמצע שנת 2075.

המודל עליו התבססנו בהערכת השווי מעודכן ליום 30 ביוני 2025, שזהו גם מועד הערכת השווי. בנוסף, בעבודתנו הסתמכנו על נתונים נוספים הכוללים את התוצאות ההיסטוריות של פעילות החברה ונתונים ציבוריים על הענף.

6.2 תחזית תזרים מזומנים

להלן פירוט ההנחות העיקריות ששימשו אותנו בהערכת השווי:

6.2.1 הכנסות

הכנסות פורטרברוק נובעות משני מקורות. העיקרי שבהם, הכנסות מהחכרת רכבות (Capital Lease Revenue) והכנסות ממתן שירותי תחזוקה שפורטרברוק מסכימה לספק במסגרת חכירות אלו (Non-Capital Lease Revenue).

הכנסות החברה נובעות מכוח חוזי החכרה בהם זוכה החברה מול ה-TOCs ומשכך הכנסותיה מחולקות לשלושה סוגי הכנסות וזאת בהתאם לסטטוס חוזים אלו:

א. Contracted – הכנסות אלו כוללות הכנסות הנובעות מחוזי החכרה חתומים הקיימים למועד ההערכה בהתאם לתנאי חוזים אלו בנוגע לכמות הרכבות המוחכרות וכן עלות החכרה חודשית ו/או עלות שירותי התחזוקה.

ב. Uncontracted – הכנסות אלו כוללות הכנסות אשר ינבעו לחברה מהחכרה מחדש של צי הרכבות הקיים ברשותה למועד ההערכה בתום תקופה החוזה הקיים (Release).

ג. Growth – הכנסות אלו כוללות הכנסות אשר ינבעו מהכנסות בגין החכרת רכבות חדשות של החברה, אותו היא צופה לרכוש בהתאם לזכויות במכרזים עתידיים.

כל אחד משלושת סוגי ההכנסות המתוארות לעיל כולל הן הכנסות מדמי החכרה והן הכנסות ממתן שירותי תחזוקה לצי המוחכר.

א. Contracted

הכנסות מדמי ההחכרה ושירותי תחזוקה מקורן בהנחות המבוססות על הסכמים קיימים עם TOCs, נכון למועד ההערכה. ההכנסות הללו, בהתאם למודל הפיננסי שהועבר, המבוסס על תנאי החוזים הקיימים למועד ההערכה, נאמדות בכ-342 מיליון פאונד לשנת 2026. לשנים הבאות, הכנסות אלו יורדות בהדרגה עד לשנת 2035, מועד סיומו של ההסכם האחרון עם ה-TOCs, אשר קיים נכון למועד ההערכה.

ב. Uncontracted

ההכנסות הללו כוללות הכנסות שמקורן בצי הרכבות הקיים של החברה, נכון למועד ההערכה, אך הן מתייחסות לתקופה שלאחר תום תקופת ההסכמים הקיימים, בהנחה כי החברה תבצע החכרה מחדש של צי הרכבות הקיים (Re-lease). כפי שתואר לעיל, נצילות צי הרכבות של החברה ב-20 השנים האחרונות נאמדת מעל ל-97%, ולכן החברה אינה רואה סיכון בהחכרה מחדש בסיום תקופת ההסכמים הקיימים. בהתאם להנחות החברה, כפי שמשתקפות במודל הפיננסי, הונח כי דמי ההחכרה מחדש בחוזים שיחודשו מבוססים על ניסיון הנהלת החברה (לרבות באמצעות מידע שהתקבל מיועציה החיצוניים מתמחים בענף). הכנסות אלו עולות בהדרגה עד שנת 2039 לסכום של כ-388 מיליון פאונד, ככל ששנות התחזית מתקדמות וחוזי ההחכרה הקיימים מסתיימים וצפויים להתחדש באמצעות חוזים הנמצאים בקבוצה זו. משנת 2040 ואילך, וככל ששנות התחזית מתקדמות, הכנסות אלה צפויות לרדת לאור התיישנות הצי הקיים.

הונח כי שיעור המס על פי מס החברות הנהוג בבריטניה יעמוד על 25%.

6.2.4 שינויים בהון החוזר

הנחות ההון החוזר מבוססות על הנחות החברה כפי שמוצג במודל הפיננסי ומבוסס על שיעור חייבים של 5.5%- מההכנסות ושיעור הזכאים מתוך סך הוצאות התפעול (ללא פחת) עומד על 5.9%.

6.2.5 השקעות הוניות

ההשקעות ההוניות של החברה כוללות את ההשקעה של החברה ברכישת צי הרכבות ומחולקות להשקעות בצי רכבות קבוצת ה-Contracted, השקעות בקבוצת ה-Uncontracted שמקורן בין היתר בשיפוץ הצי שצפוי כי ייחתם release לגביו ובקבוצת ה-Growth. ומכך, סכום זה משתנה בהתאם לגודל הצי ותחזיות החברה. לאור האמור לעיל, ההשקעות ההוניות הממוצעות על פני שנות התחזית צפויות להסתכם בכ- 692 מיליון פאונד בשנה, כולל רכש צי תפעולי גדול הצפוי במחצית השנייה של שנת 2025.

6.2.6 שירות החוב הבכיר

נכון ליום ה- 30 ביוני 2025 היקף החוב הבכיר של החברה מסתכם בכ- 1.44 מיליארד פאונד נטו. מעבר לכך, החברה צופה לקחת חוב נוסף בהמשך שנות התחזית וזאת על מנת לממן את רכישת הרכבות בהתאם לתחזיותיה. בהתאם למודל הפיננסי החברה צפויה למשוך חוב בניכוי פירעונות חוב מנגד בסכום שנתי ממוצע של כ- 212 מיליון פאונד בשנה, הכולל הן הלוואות לצורך השקעות בציים חדשים וקיימים והן עבור מחזור חובות החברה.

הכנסות אלו כוללות הכנסות ממכרים חדשים שהחברה צופה שתזכה בהם, על סמך ניסיונה והעובדה כי החברה מחזיקה בנתח שוק משמעותי בשוק החכרת הרכבות בבריטניה, כפי שתואר בפרק 2.1 לעבודה. בנוסף, תחזית ההכנסות נשענת על תחזיות רב-שנתיות שבוצעו על בסיס ניסיון הנהלת החברה (לרבות באמצעות מידע שהתקבל מיועציה החיצוניים מתמחים בענף). הכנסות אלו ינבעו מהחכרת ותחזוקת צי רכבות חדש, שיירכש בהתאם למכרים החדשים שהחברה צופה שתזכה בהם במהלך שנות התחזית מול ה-TOC. בהתאם לשיחות עם החברה, עולה כי קצב ההשקעה ברכישת רכבות חדשות, ובכך קצב הגידול בהכנסות מהחכרת רכבות, נובע מצמיחת שוק הרכבות הבריטי (כמפורט בפרק 3.1). ההכנסות הנ"ל יגדלו לאורך שנות התחזית ויהוו את עיקר הכנסות החברה בהתאם למודל הפיננסי בשנות התחזית המאוחרות יותר.

6.2.2 הוצאות תפעול הנהלה וכלליות

הוצאות אלה כוללות הוצאות תחזוקה, והוצאות הנהלה וכלליות.

הוצאות תחזוקה

הוצאות התחזוקה של החברה לצי הרכבות שברשותה מבוסס על תחזיות כפי שבאות לידי ביטוי במודל הפיננסי ועומדות על כ-66 מיליון פאונד בשנת 2026. לאורך שנות התחזית סכום זה משתנה בהתאם לגודל הצי ותחזיות החברה. הוצאות אלו מהוות כ- 91% מההכנסות ממתן שירותי תחזוקה ותפעול בממוצע לאורך שנות התחזית.

הוצאות הנהלה וכלליות

הוצאות השכר (שהינן המרכיב העיקרי בהוצאות ההנהלה והכלליות, כ-86% בממוצע מהוצאות ההנהלה והכלליות לאורך שנות התחזית) עד לשנת 2032 מבוססות על הנחות ספציפיות של הנהלת החברה כפי שבאות לידי ביטוי במודל הפיננסי, וצפויות לעמוד בממוצע על כ-24 מיליון פאונד בכל אחת מהשנים האלו. החל משנת 2033 התחזית הינה שהוצאות ההנהלה וכלליות (בסך הכול) יגדלו בשיעור האינפלציה החזויה במודל.

6.2.7 דיבידנד שמחולק לתאגיד המשותף Ulfstead

משיחות עם הנהלת הקרן וכפי שמשתקף מהמודל הפיננסי, הדיבידנד שיוחלק לבעלי המניות של פורטרברוק אינו שווה בהכרח לתזרים המוזמנים הפנוי באותה התקופה. הפער נובע מהתאמות שנדרשות לצורך עמידה ביעדי חוב ויעדים אחרים ובהתאם למדיניות חלוקת הדיבידנד של פורטרברוק. משכך, תחזית הדיבידנד של התאגיד המשותף איננה נגזרת משיעור אחזקותיה בתזרים המוזמנים של פורטרברוק. בהתאם לתחזיות החברה, התזרים הפנוי לחלוקה צפוי להסתכם בכ- 369 מיליון פאונד בממוצע לשנה לאורך התחזית.

יחד עם זאת החברה אינה מחלקת לבעלי מניותיה דיבידנד בגובה כלל התזרים הפנוי אלא שומרת יתרות דרבה על מנת לבצע רכישת רכבות ולעמוד בהתניות פיננסיות הנדרשות לעמידה בהסכמי המימון. לאור האמור לעיל, הדיבידנד ל-Ulfstead הממוצע על פני שנות התחזית צפוי להסתכם בכ- 111 מיליון פאונד בשנה.

6.2.8 שירות החוב ברמת התאגיד המשותף

בהתאם למודל הפיננסי, היקף החוב של התאגיד המשותף למועד ההערכה הינו 150 מיליון פאונד וזאת כתוצאה ממחזור החוב המקורי שנלקח במועד רכישת פורטרברוק. בהתאם למודל הפיננסי החברה צופה למחזר את יתרת החוב (150 מיליון פאונד) ולהגדילו לאורך התחזית, מדי 10 שנים בעלות עמלה חד פעמית בגובה 2.5 מיליון פאונד לכל מחזור וזאת, תוך שמירה על מרווח הולם מרמת המינוף המקסימאלית הנדרשת בהתאם להסכם המימון הנוכחי.

6.2.9 ערך גרט

לצורכי הערכת השווי, הונח כי הקרן תממש את החזקותיה בחברת פורטרברוק במחצית שנת 2075. התמורה בגין המימוש שהונחה עומדת על שווי השקעה שהינו EBITDA בשנת המימוש ומכפיל 9.0x. ערך הגרט המופיע בנספח א' בשורת 'ערך הגרט' כולל את הנחת מימוש ההשקעה יחד עם יתרת התזרים החזוי לשנים 2047-2075.

6.2.10 מחיר ההון

קביעת מחיר ההון התבססה על נתוני חברות ציבוריות בענף בו פועלות חברת פורטרברוק, כמתואר בהרחבה בנספח ג'. מחיר ההון שנקבע עבור פעילות החברה הינו 10.2%.

7. סיכום ומסקנות

להלן טבלה המציגה את סיכום שווי החזקות התאגיד המשותף בהון העצמי של חברת פורטרברוק וכן השווי ההוגן של חלקה של ג'נריישן בהון העצמי:

שווי החזקות הקרן (10% ⁸)	שווי החזקות התאגיד המשותף (Ulfstead) בפורטרברוק (30%)	שווי הוגן (באלפי פאונד)
117,696	353,088	

לאור האמור לעיל, שווי חלקה של ג'נריישן קפיטל, בשיעור של 10% מפורטרברוק, נאמד בכ- 117.7 מיליוני פאונד.

7.1 ניתוח רגישות

ערכנו ניתוח רגישות לשווי חלקה של ג'נריישן קפיטל בהון העצמי של חברת פורטרברוק על ידי בדיקת השפעת שני פרמטרים מרכזיים במודל: מחיר ההון ומכפיל ה-EBITDA במועד מימוש החברה בתום תקופת התחזית.

מחיר ההון					מכפיל EBITDA
11.20%	10.70%	10.20%	9.70%	9.20%	
94,689	104,317	115,415	128,249	143,134	
95,415	105,226	116,556	129,681	144,932	
96,141	106,135	117,696	131,112	146,731	
96,867	107,044	118,836	132,543	148,530	
97,593	107,954	119,976	133,975	150,328	

7.2 השוואה להערכת שווי קודמת

להלן פרטים הנדרשים בהתאם לתקנה 8(בד) לתקנות ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומידיים), התש"ל-1970, בנוגע להערכת שווי קודמת של פורטרברוק שנערכה על ידי וריאנס (במיליוני פאונד):

נושא העבודה	מועד הערכה	שווי חלקה של הקרן	שיטת הערכה	פרמטרים עיקריים
הערכת שווי	30/09/2023	131.1	DCF	שיעור הדיסקנט – 10.5%
הערכת שווי	30/09/2022	125.3	DCF	שיעור הדיסקנט – 10%

⁸ כאמור הקרן מחזיקה 33% מהון מניות Ulfstead המחזיקה ב- 30% מהון מניות החברה. משכך, הקרן מחזיקה בשרשור ב- 10% מהון מניות החברה.

נספח א' - תחזית תזרים המזומנים

להלן תחזית תזרים המזומנים (במיליוני פאונד):

תקופה	H2/2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	2037	2038	2039	2040	2041	2042	2043	2044	2045	2046
הכנסות	191	372	372	382	381	361	359	382	417	458	498	537	578	627	676	635	611	660	712	767	812	842
הוצאות																						
הוצאות תחזוקה	(42)	(66)	(65)	(64)	(62)	(50)	(44)	(42)	(42)	(42)	(42)	(39)	(38)	(38)	(38)	(4)	(6)	(8)	(11)	(13)	(16)	(19)
הוצאות הנהלה וכלליות	(15)	(26)	(28)	(22)	(21)	(24)	(22)	(24)	(25)	(25)	(26)	(26)	(27)	(27)	(28)	(28)	(29)	(29)	(30)	(30)	(31)	(32)
סה"כ הוצאות	(56)	(92)	(93)	(86)	(83)	(73)	(66)	(66)	(66)	(67)	(67)	(65)	(65)	(65)	(66)	(33)	(35)	(38)	(41)	(44)	(47)	(51)
EBITDA	135	281	280	296	298	288	293	316	351	392	431	472	513	562	611	603	576	622	672	723	765	791
שינויים בהון חוזר	(15)	(75)	(45)	1	3	(12)	(24)	(26)	4	21	15	13	11	1	(36)	(6)	18	15	38	33	12	12
מס הכנסה	(9)	(27)	(26)	(26)	(25)	(18)	(18)	(17)	(17)	(26)	(29)	(36)	(43)	(48)	(59)	(56)	(54)	(60)	(60)	(68)	(78)	(84)
תזרים מפעילות השקעה ⁹	(147)	(157)	(139)	(218)	(128)	(239)	(296)	(430)	(489)	(513)	(591)	(582)	(575)	(619)	(635)	(641)	(667)	(697)	(763)	(765)	(770)	(801)
תזרים לפני מימון	(36)	22	71	54	147	19	(45)	(157)	(151)	(126)	(174)	(133)	(94)	(103)	(120)	(101)	(126)	(121)	(114)	(77)	(70)	(82)
תזרים מפעילות מימון	160	196	73	133	42	(139)	208	156	101	131	200	188	175	144	303	409	7	(18)	164	107	284	176
תזרים פנוי לחלוקה	124	218	144	186	190	(120)	163	(1)	(50)	5	25	55	80	41	183	308	(119)	(139)	51	30	214	95
דיבידנדים שמחולק ל-Ulsftad	12	24	24	24	24	24	18	18	18	18	57	18	18	18	18	18	18	18	67	47	64	24
הוצאות ברמת Ulsftad ¹⁰	(5)	(10)	(10)	(10)	(10)	(10)	(4)	(10)	(10)	(10)	(10)	(10)	(10)	(10)	(10)	(10)	80	(16)	(16)	(16)	(16)	(5)
ערך גרט ¹¹	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1,584
תזרים נטו לבעלי Ulfstead	7	14	14	14	14	8	14	8	8	8	47	8	8	8	8	8	98	2	50	31	48	1,591
תזרים נטו לבעלי Ulfstead - מהוון	7	13	12	11	10	5	8	4	4	3	18	3	4	2	2	2	21	0	9	5	7	207

⁹ כולל הוצאות ריבית ועמלות.

¹⁰ סעיף זה כולל ברובו את סעיף 6.2.8, המפורט בגוף המסמך, שירות החוב ברמת התאגיד המשותף. הנ"ל כולל את מחזור החוב והגדלתו לאורך התחזית וזאת תוך שמירה על מרווח הולם מרמת המינוף המקסימאלית הנדרשת בהתאם להסכם המימון הנוכחי.

¹¹ כולל את תחזית תזרים המזומנים בשנים 2047-2025 הכוללת בין היתר את מימוש ההשקעה בחברת פורטרברוק בשנת 2075 לפי שווי המתקבל ממכפיל 9.0 x על ה- EBITDA

נספח ב' - תנאים והגבלות

מסמך זה מיועד לצרכיהם של דירקטוריון והנהלת ג'נריישן קפיטל, הגורמים המממנים של ג'נריישן קפיטל, מחזיקי האג"ח והנאמן. מלבד זאת, אין להשתמש בו, להפיצו או לצטטו למטרה אחרת בכל מסמך שהוא, ללא קבלת אישור בכתב ומראש מוריאנס ייעוץ כלכלי בע"מ. למרות האמור לעיל, מוסכם כי תהיו רשאים לצרף את תוצר העבודה לדיווחים על פי חוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968 או תקנות על פיו, ולכל דיווח אחר המוגש על פי דיני ניירות ערך בארץ או מחוצה לה או הנחיות רגולטוריות אחרות, לרבות של הממונה על שוק ההון, ביטוח וחיסכון במשרד האוצר, ולכלול את תוכן תוצר העבודה בדיווחים כאמור, ואנו נשתף פעולה ככל הנדרש, ומבלי לגרוע מכלליות האמור לרבות על ידי חתימה על מסמכים הדרושים לצורך דיווחים כאמור.

במסמך ההערכה התבססנו על נתונים שנתקבלו מג'נריישן קפיטל הכוללים: דוחות כספיים, מודל פיננסי, וחומר רקע נוסף. לא בחנו את אמינות הנתונים שהתקבלו ולא ביצענו בדיקה כלשהיא כי מידע זה הינו שלם מדויק ומעודכן ואנו מניחים כי מידע זה משקף נאמנה את תוצאות פעילות פורטרברוק ומצבה הפיננסי.

מסמך זה מבוסס בין השאר על הנחות והערכות סובייקטיביות. שינויים בתשתית אשר שימשה בסיס להנחות אלו, עשויים להשפיע, כמובן, על תוצאות ההערכה. כל המידע ששימש את חברת וריאנס בהערכת השווי כולל מסמכים ונתונים שנאספו בתהליך העבודה יישמר במאגר המידע של וריאנס. התחזיות מתייחסות לאירועים עתידיים ומבוססות על הנחות שלא בהכרח תישארנה תקפות במהלך תקופת התחזית הרלבנטית. כתוצאה מכך לא ניתן להסתמך על נתוני התחזיות כאילו היו באותו היקף ותוקף של הדוחות הכספיים המבוקרים.

נציין כי אין לנו כל תלות בג'נריישן קפיטל או בחברה ואיננו בעלי עניין בהן או צפויים להפוך לבעלי עניין בעתיד. התשלום עבור שירותינו לא השפיע בכל צורה שהיא על תוצאות הבדיקה שלנו. תוצאות ההערכה שהתקבלו במסמך זה לא כוללות דעת הוגנות.

נספח ג' – קביעת מחיר ההון

לצורך קביעת מחיר ההון העצמי של חברת פורטרברוק חישבנו עפ"י מודל ה-CAPM מחיר הון המשקף את רמת הסיכון של החברה. מאחר והפעילות הינה פרטית לגביה חסרים חלק מהנתונים הנדרשים לקביעת מחיר ההון, הסתמכנו על נתוני חברות ציבוריות העוסקות בתחום פעילות דומה ככל הניתן לזה של החברה.

להלן חישוב מחיר ההון:

$$K_e = R_f + R_p * BETA + S_p$$

כאשר:

הערך	משמעות	החלק
5.21%	ריבית חסרת סיכון ¹²	Rf
6.26%	פרמיית הסיכון למשקיעים מעבר לשער ריבית חסרת סיכון ¹³	Rp
0.71	סיכון החברות במדגם ביחס לשוק (ממונפת מחדש) ¹⁴	BETA
0.50%	פרמיית סיכון ספציפית ¹⁵	Sp

מחיר ההון העצמי של חברת פורטרברוק (Ke) המתקבל ע"פ הנתונים הנ"ל נאמד ב-10.2%.

¹⁵ נלקחה פרמיית סיכון ספציפית אשר נועדה לגלם, בין היתר, את מכלול הסיכונים הכרוכים בהתממשות תחזיות הצמיחה של החברה, סיכוני השוק וסיכונים אחרים.

¹² תשואה לפדיון על אג"ח ממשלת בריטניה לזמן ארוך, ליום 30 ביוני 2025 (מקור: מערכת Reuters) בהתאם למח"מ.

¹³ מקור: 2025 Valuation Handbook – Guide to Cost of Capital published by Kroll, LLC

¹⁴ הביטא חושבה על בסיס נתוני הביטא הלא ממונפת של חברות המדגם ומונפה מחדש בהתאם לשיעור המינוף של החברה.

טל גנדל – שותפה, מנהלת תחום מימון תאגידים

לטל ניסיון בתחומים פיננסיים נרחבים הכולל בין היתר ייעוץ לחברות פרטיות וציבוריות בתחומים של הערכות שווי, בחינות כדאיות כלכליות וייעוץ במיזוגים ורכישות. לפני הצטרפותה לוריאנס, עבדה טל כיועצת ומנהלת צוות יועצת בתחום המשכנאות במסגרת תפקיד זה עסקה בין היתר בבניית תמהילי הלוואות עבור לקוחות פרטיים ועסקיים וליווי התהליך מול הגופים הפיננסיים. לטל תואר ראשון בכלכלה ומנהל עסקים מאוניברסיטת בן גוריון.

נספח ד' - פרטי מעריך השווי

כללי

וריאנס הינה חברה מובילה, בלתי תלויה, המתמחה במתן שירותי ייעוץ כלכלי, עסקי ומימוני לחברות ישראליות ובינלאומיות, פרטיות וציבוריות, בוגרות וחברות הזנק (Start-up) ומשרדי ממשלה. המקצועיות הרבה של צוות החברה בתחומי הייעוץ הכלכלי מסייעת ללקוחותינו בתהליכי גיוס כספים, הנפקה לציבור, השקעה, מיזוגים ורכישות וכן בדיווחים הכספיים שלהם.

לחברה ניסיון רב במתן שירותי ייעוץ והערכות שווי מסוגים שונים בהתאם לכללי התקינה החשבונאית הבינלאומית (IFRS) והאמריקאי (US GAAP). כמו כן, עבודותינו מבוצעות וערוכות לפי דרישות ה-IRS, AICPA, (IFRS) IASB, SEC.

פרטים נוספים אודות וריאנס ניתן למצוא באתר האינטרנט של החברה בכתובת: www.variance.co.il

הצוות המוביל

רם לוי (רו"ח) – מייסד, שותף מנהל.

לרם ניסיון עשיר בליווי וייעוץ לחברות ועסקים במשק הישראלי. ניסיונו של רם כולל ייעוץ עסקי לחברות מובילות במשק הישראלי ולחברות הזנק. ניסיונו של רם כולל הערכות שווי חברות, מיסוד תוכניות למטרת מיזוגים ושיתופי פעולה עסקיים, בחינת פרויקט BOT חוות דעת לבתי משפט, בניית מודלים פיננסיים ובדיקות כדאיות והתכנות של פרויקטים. לפני עבודתו בוריאנס שימש כמנהל בכיר בקסלמן פיננסיים (PriceWaterhouseCoopers Corporate Finance). כמו כן, כיהן כסמנכ"ל פיתוח עסקי בחברת ספקטרוניקס בע"מ וכיועץ פיננסי בחברות ייעוץ פרטיות. לרם תואר ראשון בחשבונאות מהמכללה למנהל (מסלול אקדמי), כמו כן, תואר ראשון במדעי החיים ותואר שני במנהל עסקים (MBA), התמחות במימון מאוניברסיטת בר-אילן.



מסמך זה, לרבות הנתונים, המידע, ההערכות, הדעות והתחזיות המתפרסמים בה (להלן: "המידע") מסופק כשירות לקוראים וכולל מידע סובייקטיבי. במידע עשויות להיכלל טעויות והוא נסמך על מקורות מידע חיצוניים שהינם פומביים וגלויים לציבור ואינו מהווה אימות או אישור לכוננות או אימות לנתונים אלה ו/או למהימנותם. יובהר, כי המידע ו/או מצב השוק ו/או האנליזות עשויים להשתנות ואין לראות במידע כשלם וכממצא, ובין השאר, בקשר לכל ההיבטים הנוגעים לני"ע ו/או לנכסים פיננסיים כלליים ו/או ספציפיים המוזכרים בו, במישרין ו/או בעקיפין ו/או על דרך ההפניה.

אין לראות במידע המלצה או תחליף לשיקול דעתו של הקורא, או הצעה, או הזמנה לקבלת הצעות, או שיווק השקעות, בין באופן כללי ובין בהתחשב בנתונים ובצרכים המיוחדים של כל קורא, מצבו הכספי, נסיבותיו ומטרות השקעות המיוחדים לרכישה ו/או ביצוע השקעות ו/או פעולות ו/או עסקאות כלשהן לרבות באמצעות התייעצות מסוימת עם יועץ השקעות מוסמך.

חברת וריאנס ייעוץ כלכלי בע"מ אינה מחויבת להודיע בדרך כלשהי על שינויים ו/או עדכונים במידע מראש או בדיעבד. חברת וריאנס ייעוץ כלכלי בע"מ לא תהיה אחראית בכל צורה שהיא לנזק או הפסד, ישיר או נסיבתי, הנובע מהסתמכות על המידע, אם יגרמו, ואינה מתחייבת כי שימוש במידע זה עשוי ליצור רווחים בידי הקורא או המשתמש.

אין להפיץ, להעתיק או לעשות שימוש אחר במסמך זה ללא קבלת אישור מראש ובכתב מחברת וריאנס ייעוץ כלכלי בע"מ והעברה או פרסום מלאים או חלקיים של מסמך זה ללא קבלת אישור כאמור הינם אסורים בהחלט.

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 2025 ("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'ניישן קפיטל בע"מ ("התאגיד") לרבעון השני של שנת 2025 ("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.

24 באוגוסט 2025

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 2025 ("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.

24 באוגוסט 2025

איתי פלד,
סמנכ"ל כספים