

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

A top-down view of a person in a dark suit and white shirt sitting at a wooden desk. The person's hands are visible; the right hand holds a pen and is writing on a document, while the left hand rests on the desk. On the desk, there is a silver laptop, a white mug of coffee, a spiral-bound notebook with a calendar, and several other documents. One document features a pie chart and the text 'Customer Satisfaction', and another shows a line graph and the text 'y of the n Union'. The background is a light-colored wooden surface.

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 לצמוח ולשפר את כיסוי השוק, בין היתר, באמצעות פעילות של מיזוגים ורכישות המאפשרים לה להמשיך למצות יתרות לגודל.

- החברה מראה גידול בהכנסות ושיפור בשיעורי הרווחיות לאורך השנים 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 הון - Ke	11.75%
שיעור הון 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 ההון לצורך השווי הטרמינלי:

שיעור הון (Ke)					שיעור הון 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"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



פרק א' – תיאור החברה והסביבה העסקית

פרק א' – תיאור החברה והסביבה העסקית

תיאור חברת בון תור בע"מ

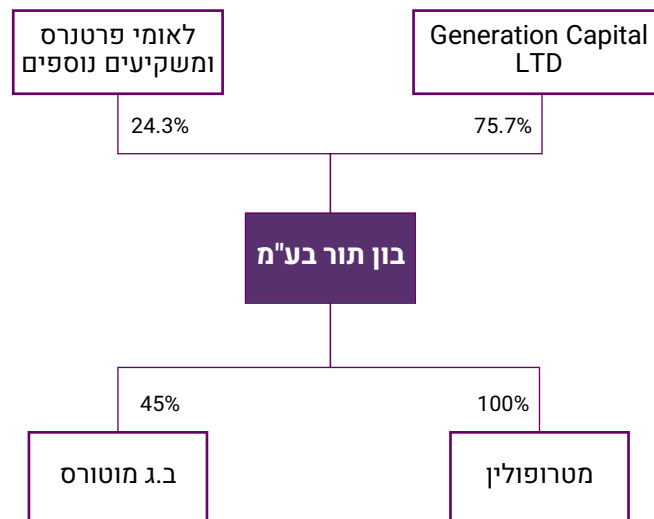
- חברת בון תור נוסדה בשנת 1988. החברה עוסקת במתן שירותי הסעות במגוון כלי רכב. החברה מספקת פתרונות תחבורה ושירותי היסעים להסעת המונים ולמגוון גדול מאוד של קהלים: ציבור הנוסעים בתחבורה ציבורית, חברות, מפעלים, גופים ציבוריים ומוסדיים גדולים, הסעות תלמידים, גופי בטחון וכו'.
- החברה פועלת בשלושה תחומי פעילות:

- 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 15-65, 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"ח⁷ 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.

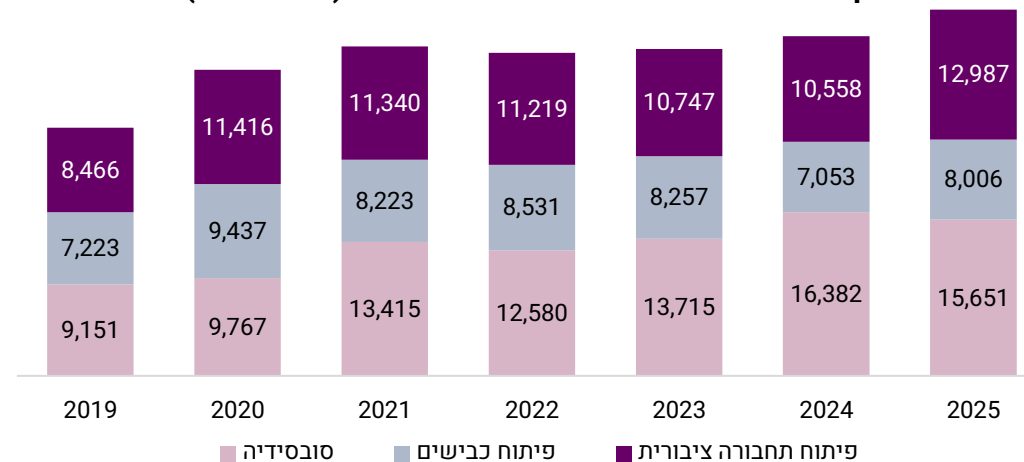
7. תקציב המדינה הצעה לשנת כספים 2023-2024
8. תיאור וניתוח הצעת תקציב משרד התחבורה לשנות הכספים 2021 ו-2022

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

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



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

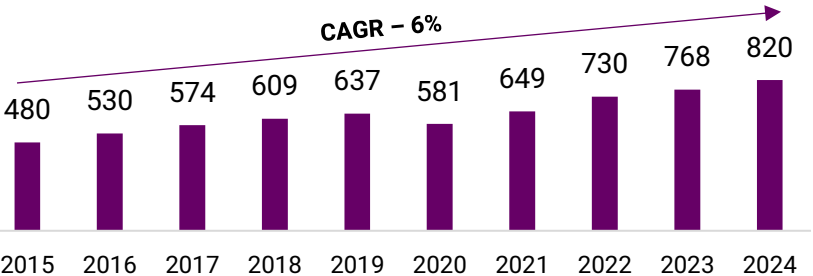
4. עיקרי תקציב המדינה לשנת 2025
5. תוכנית התחרות ענף התחבורה הציבורית לשנים 2018-2030, משרד התחבורה
6. ע"פ מידע שנמסר ע"י הנהלת החברה

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-28,643⁷. לעומת זאת אורך הכבישים ושטחם צמחו בכ-10.1% ו-17.5% בתקופה זו בהתאמה⁸.

ק"מ שירות שנתי באוטובוסים, מיליון ק"מ²



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

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

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

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

- בשנים האחרונות חל גידול בהוצאות התפעוליות בענף, בין היתר בעקבות התייקרות במחירי האנרגיה לצד שיבושי לוגיסטיקה ואספקה, עלייה במחירי הרכבים ואחזקתם, עלייה במחירי הצמיגים ועלייה במחירי הביטוח. עם זאת, שחקני הענף מתקשים להעלות מחירים בקרב ההסעות הקבועות, ובמיוחד בתחום הסעות התלמידים. על אף האמור, בקרב ההסעות המזדמנות חלה עליית מחירים ממוצעת של כ-8%-10%.²

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: תמונת מצב – ענף הרכב 2023
2. יוניברסל מוטורס ישראל – דו"ח שנתי 2024

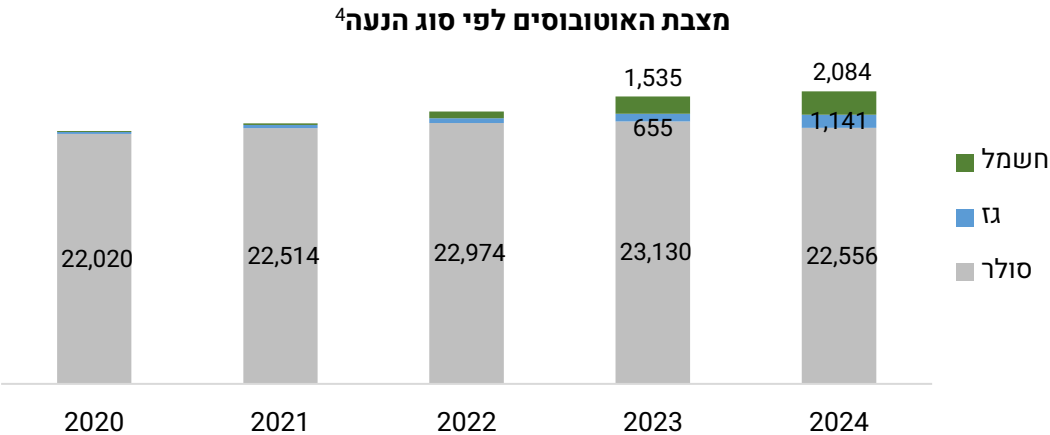
3. קרסו מוטורס – דו"ח שנתי 2024
4. דלק רכב – דו"ח שנתי 2024

פרק א' – תיאור החברה והסביבה העסקית

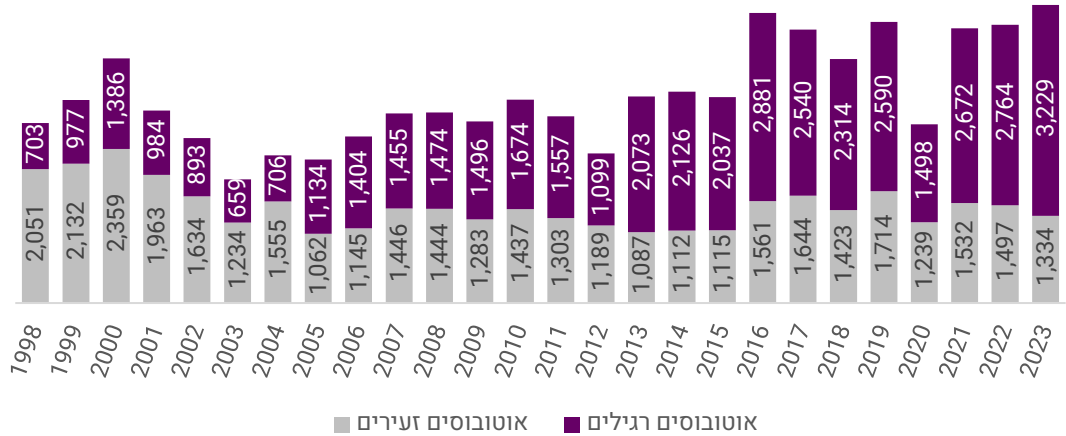
תחום ייבוא כלי רכב

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

A top-down view of a person in a dark suit and white shirt writing on a document with a pen. The desk is wooden and contains a laptop, a white mug of coffee, a calendar, and various papers. One paper has a pie chart and the text 'Customer Feedback', another has a line graph and 'y of the n Union'.

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 ₪.



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 אונז-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)

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. פערים 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. פערים 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
EBITDA ²	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