

ג'נריישן קפיטל בע"מ

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

מאי 2026

הקדמה והגבלת אחריות

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

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

לצורך הכנת העבודה, התבססנו על מצגים, תחזיות והסברים שקיבלנו ממזמינת העבודה ו/או ממי מטעמה (להלן: "המידע"). ג'י.אס.אי מניחה שמידע זה הוא מהימן ואינה מבצעת בדיקה עצמאית של המידע, כמו כן, לא בא לידיעתנו דבר העלול להצביע על חוסר 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 2019-2025 (סקורים ומבוקרים).
- מודל פיננסי של פעילות מטרופולין, שהועבר לנו על ידי החברה, המבוסס על תחזיות והנחות מטרופולין ארוכות הטווח.
- תחזיות והנחות מטעם הנהלת בון תור לפעילות ההיסעים לשנים 2026-2029 ולשנה הטרמינלית (שנת 2030).
- מכתב עקרונות וטיטות הסכם משפטי לעסקה בין בעלי מניות ב.ג. מוטורס.
- הבהרות ונתונים נוספים שהועברו אלינו מטעם החברות ומזמינת העבודה על פי בקשתנו, כמפורט בגוף העבודה.
- שיחות ופגישות שניהלנו עם מזמינת העבודה, הנהלות החברות ונציגים מטעמן.
- חומר רקע ונתוני שוק, מתוך מידע גלוי המתפרסם באתרי אינטרנט, כתבות בעיתונות ומקורות פומביים אחרים.

עבודות כלכליות קודמות

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

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

פרטי החברה המעריכה

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

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

בברכה,

גיזה זינגר אבן ייעוץ כלכלי ומימוני בע"מ

גיזה זינגר אבן ייעוץ כלכלי ומימוני בע"מ

25 במאי, 2026

תוכן עניינים

05 תמצית מנהלים

12 פרק א' – תיאור החברה והסביבה העסקית

24 פרק ב' – ניתוח דוחות כספיים

34 פרק ג' – הערכות השווי

55 נספחים



תמצית מנהלים

תיאור תמציתי של החברה

- חברת בון תור נוסדה בשנת 1988. החברה עוסקת במתן שירותי הסעות במגוון כלי רכב. החברה מספקת פתרונות תחבורה ושירותי היסעים לחברות, רשויות ולגופים גדולים.
- החברה הינה חברת ההיסעים הגדולה ביותר בישראל. בתחום זה החברה מספקת שירותי הסעות ללקוחות כגון – משרדי ממשלה, עיריות ומועצות מקומיות, מוסדות ובתי חולים, מפעלים ותעשיות, גופי תיירות וכן לקוחות פרטיים.
- מרבית שירותי ההסעות ניתנים על בסיס מסלולים יום יומיים קבועים, מחזוריים ומתוכננים בקפידה, הניתנים ללקוחות קבועים (כדוגמת תאגידי עסקיים גדולים, רשויות מקומיות), שהתקשרו מול בון תור בהסכמים לתקופות של 3 עד 5 שנים לאחר זכייה בהליך מכרזי.
- שוק ההיסעים מתאפיין בריבוי שחקנים, המספקים שירותי הסעה מגוונים, לצרכים שונים ולמגוון רחב של קהלי יעד. מרבית השחקנים בשוק ממוקדים בפעילות באזור גאוגרפי מסוים. כאמור, בון תור הינה חברת ההיסעים המובילה בענף ובעלת פריסה ארצית וסניפים במרבית אזורי הארץ.
- יש לציין כי חלק ניכר מפעילות החברה מבוצע באמצעות קבלני משנה. זה נובע ממגמה רחבה בענף ההיסעים, של גידול בהיקף ההתקשרויות עם קבלני משנה. מגמה זו נובעת מהגמישות הרבה המאפיינת התקשרויות כאלו לעומת העסקת עובדים שכירים ומשיעורי רווחיות גבוהים יותר.
- בון תור פועלת 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 2021-2025. שיעור הצמיחה הממוצעת השנתית המשוקללת ("CAGR") נאמד בכ-19%.

מתודולוגיה

- הערכת השווי הכלכלי של פעילות ההיסעים בוצעה באמצעות שיטת היוון תזרימי המזומנים הבלתי ממונפים (תזרים מזומנים לפני שירות חוב וריבית) (Unlevered Discounted Cash Flows) של הפעילות. תחזית תזרים המזומנים הינה במונחים נומינליים.
- שיטת היוון תזרימי המזומנים מבוססת על הערכת יכולתו של העסק/הנכס להפיק מזומנים. בהתאם לכך, שווי החברה הוערך באמצעות היוון תזרימי המזומנים הצפויים לנבוע ממנה בעתיד כאשר תזרימים אלו מהוונים 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 ושווח מזומנים ונוכה דיבידנד שחולק במרץ 2026 – כך שהתקבל שווי ההון העצמי הכלכלי של החברה.

שיעור ההיוון

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

שיעור האינפלציה

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

תמצית מנהלים

תמצית מנהלים – פעילות ההיסעים

ממצאים

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

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

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

1. מחיר ההון העצמי (K_e) נאמד בכ-12.3%.
 2. במרץ 2026 החברה חילקה דיבידנד בסך 20 מ' ש"ח

תיאור תמציתי של מטרופולין

- חברת מטרופולין - תחבורה ציבורית הוקמה בשנת 2000 וכיום הינה חברת בת של בון תור המוחזקת במלואה על ידה (100%). מטרופולין מפעילה כיום שירותי תחבורה ציבורית במסגרת זיכיונות של משרד התחבורה להפעלת אשכולות תחבורה ציבורית.
- מטרופולין מפעילה ארבעה 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 אונו-אלעד – הפעלת קווי תחבורה עירוניים ובינעירוניים בבקעת אונו והעיר אלעד.

מתודולוגיה

- 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 הנפרס לפי צרכי פעילות האשכול.

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

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

שיעור ההיוון

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

תמצית מנהלים

תמצית מנהלים – מטרופולין

ממצאים

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

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

ניתוח רגישות

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

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

תמצית מנהלים

תמצית מנהלים – ב.ג. מוטורס

תיאור תמציתי של החברה

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

מתודולוגיה

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

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

תמצית מנהלים

תמצית מנהלים – סיכום

ממצאים

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

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

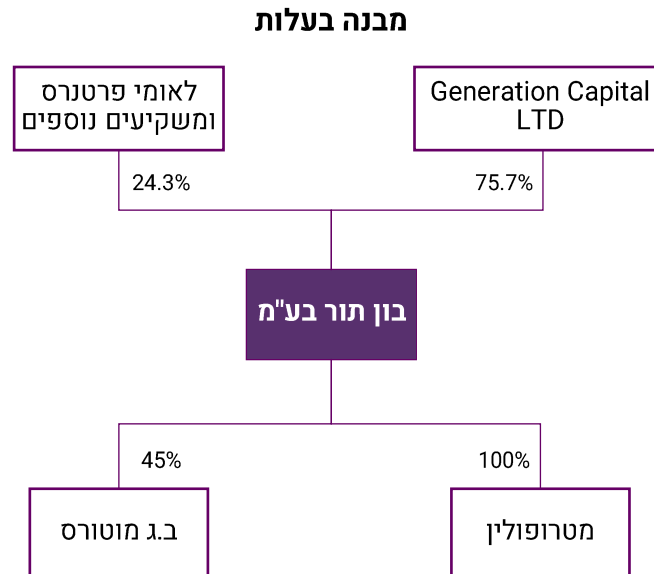


פרק א' – תיאור החברה והסביבה העסקית

פרק א' – תיאור החברה והסביבה העסקית

תיאור חברת בון תור בע"מ

- להלן תרשים ההחזקות של החברה נכון למועד פרסום דוחותיה הכספיים ליום 31 במרץ 2026:



- 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 מטרופולין מבצעת כ-96 מ'ק"מ נסיעות בהן היא מסיעה כ-70 מיליון נוסעים בשנה באמצעות כ-2,300 נהגים וכ-1,820 אוטובוסים.
 - היסעים – החברה היא הגדולה בישראל בתחום ההיסעים ומחזיקה ב-8 סניפים בפריסה ארצית (והחל מיוני 2026 יוקם סניף נוסף באיזור חיפה). בתחום זה החברה מספקת שירותי הסעות ללקוחות כגון – מפעלים ביטחוניים, בתי חולים, חברות הייטק, רשויות מקומיות, חברות ממשלתיות ולקוחות פרטיים מהגדולים במשק. כמו כן, החברה מפעילה מערכי נסיעות מיוחדים במסגרת פרויקטים לאומיים כגון: מכביה, הסעות מערך הביטחון ועוד. החברה מוגדרת כמפעל חיוני אשר נדרשת לספק שירותי הסעות גם במצבים ביטחוניים שונים.
 - ייבוא רכבי הסעות, אוטובוסים ומשאיות – פעילות המתבצעת על-ידי ב.ג. מוטורס (45%), הכוללת מכירות בשוק החופשי וכן פעילות סינרגטית המשמשת בין היתר הן את מטרופולין והן את פעילות ההיסעים.

פרק א' – תיאור החברה והסביבה העסקית

תיאור הסביבה העסקית

הסביבה המאקרו כלכלית בישראל

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

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

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

1. גילאי 15-65, נתונים ממויני עונתיים
2. מעלות S&P: דירוגי מדינות
3. MOODY'S – Israel - Moody's Ratings changes Israel's outlook to stable

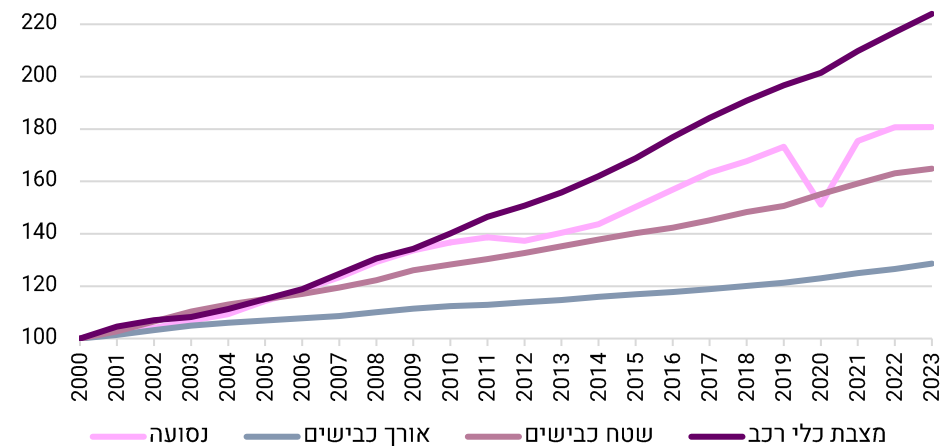
4. חשבונות לאומיים: אומדן שני של שנת 2025, מרץ 2026.
5. המחזית המאקרו-כלכלית של חטיבת המחקר – בנק ישראל, מרץ 2026.
6. נתונים מסקר כוח אדם לחודש מרץ 2026; לוח 6 – אחוז הבלתי מועסקים. ממוצע שנתי.

פרק א' – תיאור החברה והסביבה העסקית

תחבורה בישראל - כללי

- בישראל ישנם נכון לסוף שנת 2025 כ- 4.35 מיליון כלי רכב מנועיים. מתוכם כ- 3.8 מיליון רכבים פרטיים, כ-26,000 אוטובוסים וכ-15,000 מיניבוסים¹.
- בין השנים 2005-2025 מספר כלי הרכב צמח בכ- 106%, בקצב שנתי של כ-3.7%. מספר כלי הרכב הפרטיים צמח בכ-133% ובקצב שנתי של כ-4.3%, לעומת זאת, מספר האוטובוסים ומיניבוסים צמח בכ-47% ובקצב שנתי של כ-1.9% בתקופה זו².
- הנסועה בכבישי ישראל בשנת 2024 הייתה כ- 67,500 מיליוני ק"מ. מאז שנת 2005 כמות הנסועה צמחה בכ-62%, בקצב שנתי של כ-2.6%. לעומת זאת, שטח הכבישים היה כ-200,000 אלפי קמ"ר, נתון שצמח בכ-43% בתקופה זו וכ-2% בשנה ואורך הכבישים היה 21,158 ק"מ, נתון שצמח בכ-20% בלבד מאז 2005, בקצב שנתי של 1% בלבד².
- רמת המינוע בישראל בשנת 2025 היא כ-427 רכבים לכל 1,000 נפש². נתון זה נמוך בהשוואה לרמה הממוצעת בשנים האחרונות בקרב מדינות נבחרות ב-OECD (שנת 2024) – 763 רכבים לכל 1,000 נפש. רמת המינוע בישראל צמחה בקצב שנתי של כ-1.9% מאז שנת 2005. כיום, שיעור הרכבים הפרטיים הוא כ-87% מסך כלי הרכב, בעוד בתחילת שנות ה-2000 שיעורם היה בממוצע כ-47%⁴.
- ההשקעה בתחבורה הציבורית במטרופולינים הגדולים בישראל נמוכה מאוד ביחס למטרופולינים מפותחים בעולם – בעוד בתל אביב, חיפה וירושלים ההשקעה במונחי דולר לנפש היא \$1,800, \$2,000, ו-\$700 בהתאמה, בערים כמו מינכן - \$25,691, ברצלונה - \$17,558, ניו יורק - \$10,380, אמסטרדם - \$9,275 וערים רבות נוספות ההשקעה גבוהה יותר מפי 5 עד פי 10 מההשקעה בתל אביב⁵.
- רמת הצפיפות בכבישים בישראל – הנמדדת כנסועה לק"מ כביש – גבוהה פי 3.5 מהממוצע במדינות ה-OECD. הצפיפות והגודש מיוחסים לפער שנוצר מעלייה ברמת המינוע לעומת קצב פיתוח הכבישים וכן מהיעדר מענה תשתיתי והיעדר פיתוח של תחבורה ציבורית⁵. צפיפות זו צפויה להחמיר יחד עם קצב צמיחת האוכלוסייה הגבוה (כ-1.8%) וההערכה כי הפער מה-OECD ברמת המינוע יצומצם, דבר הבא לידי ביטוי בקצב צמיחת כלי הרכב הפרטיים שהינו מעל 4% בשנה⁶.
- עלות הגודש בכבישים כאחוז מהתמ"ג מוערך בכ-2% בישראל, לעומת מדינות מפותחות אחרות בהן עלות זו נאמדת בפחות מ-4.1%⁴. השפעת הגודש בכבישי ישראל ופגיעתו בכלכלה הינה משמעותית ומתבטאת באובדן תוצר בגין אובדן שעות עבודה ופנאי ובגין תאונות דרכים וזיהום אוויר. נזקי הגודש בכבישים לשנת 2040 עלולים להגיע לכדי כ-40 מיליארד ש"ח עד כ-70 מיליארד ש"ח בהיעדר טיפול בבעיה⁸.

מדד השוואתי – נסועה שנתית, מצבת כלי הרכב, אורך ושטח כבישים³



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

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

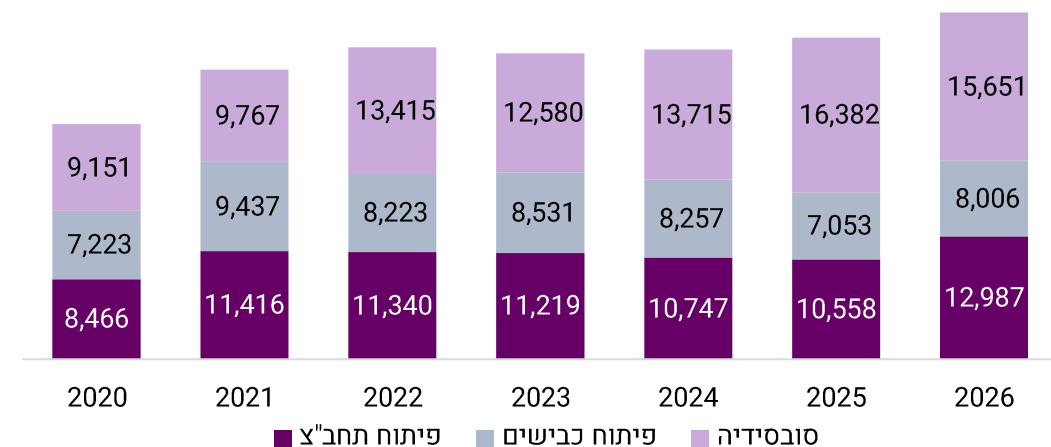
7. תקציב המדינה הצעה לשנת כספים 2023-2024
 8. תיאור וניתוח הצעת תקציב משרד התחבורה לשנות הכספים 2021 ו-2022

פרק א' – תיאור החברה והסביבה העסקית

תחבורה ציבורית - כללי

- על פי נייר מדיניות שהוכן ע"י מכון אהרן באוניברסיטת רייכמן – להשקעה ציבורית בפיתוח תשתיות תחבורה, ובראשם תשתיות תחבורה ציבורית ומערכות להסעת המונים צפויה השפעה מהותית על הפריון והתוצר ע"י הגדלות האפשרות להניע כמות גדולה של עובדים אל מרכזי התעסוקה תוך שהיא מאפשרת תנועה מהירה בתוך מרכזי העסקים¹. ה-OECD מציין שאגרות גודש בשילוב תחבורה ציבורית הן כלי אפקטיבי להפחתת גודש במרכזי הערים².
- ועדת הכלכלה קבעה בדוח קידום התחבורה הציבורית בישראל כי על מנת לקדם את השימוש בתחבורה ציבורית נדרש להשקיע בנתיבי העדפה לתחבורה ציבורית, להגדיל את כמות נהגי האוטובוסים ולהשלים תשתיות חסרות (חניונים תפעוליים לאוטובוסים)³.
- תקציב ההשקעות בפיתוח תח"צ גדל בין השנים 2020-2026 בכ-53% (7.4% בשנה) בעוד תקציב ההשקעות בכבישים גדל בכ-11% (1.7% בשנה) בלבד באותן שנים.
- הרחבת שירותי תחבורה ציבורית באמצעות אוטובוסים נחשב לפתרון זול יותר ביחס לפתרונות אחרים כגון הקמת תשתיות חדשות עבור רכבת קלה, מטרו וכדומה.
- עד לשנת 2001 שלטו בכ-95% מענף התחבורה הציבורית שני התאגידים - אגד - אגודה שיתופית לתחבורה ציבורית בע"מ (להלן: "אגד") ודן חברה תחבורה ציבורית בע"מ (להלן: "דן"). משרד התחבורה החליט כי ישנו צורך לפתוח את ענף התחבורה הציבורית לתחרות, זאת בשל ירידה מתמשכת בשירות התחבורה הציבורית, ירידה ברמת השירות וחוסר רצון לשפרו, עלויות גבוהות אשר הובילו לעליית תעריפי הנסיעה, כניסה מאסיבית של מפעילים בלתי חוקיים ועוד.
- לפיכך, יצא משרד התחבורה בתוכנית התחרות לשנים 2018-2030, שמטרתה העיקריות להגדיל את מספר הנוסעים בתחבורה ציבורית בקצב העולה על שיעור צמיחת האוכלוסייה, שיפור איכות הנסיעה ותעריפיה וייעול הענף. שאיפת משרד התחבורה בתום התוכנית הייתה להגיע למבנה המורכב ממפעילים גדולים, בינוניים וקטנים בעלי ניסיון ויכולת להפעלת קווי שירות ברמה גבוהה והצפי היה שכ-70% מכלל האשכולות במדינה צפויים לצאת למרכז תחרותי עד שנת 2030⁵. בפועל קצב פרסום המכרזים ביחס לקווי אגד ודן נמוך משמעותית. נכון למועד הערכת השווי, במסגרת הדיונים עם פורום מפעילי התח"צ אודות ההסדרה הענפית, משרד התחבורה הודיע שיבצע שינויים בתוכנית התחרות⁶.

תקציב התחבורה על פני השנים 2020-2026 (במיליוני ש"ח)⁴



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

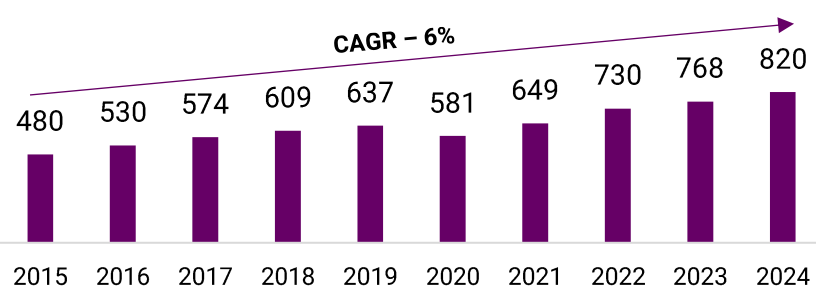
פרק א' – תיאור החברה והסביבה העסקית

תחבורה ציבורית - כללי

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

- 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 2022².
- 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"צים⁶.
- 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%⁷.
- על פי יעדי משרד התחבורה - עד שנת 2030 צפויים להיות כ-2,150 ק"מ נת"צים, לעומת כ-300 ק"מ בלבד בשנת 2022⁸.

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
5. הלמ"ס, תרשים 5 - נסועה שנתי, מצבת כלי הרכב, שטח הכבישים ואורכם, 2000-2023
6. הודעת דוברות משרד התחבורה, 18/04/2023

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

פרק א' – תיאור החברה והסביבה העסקית

תחבורה ציבורית – כללי

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

שם האשכול	הנגב	שרון חולון (מרחבי שח"מ)	השרון	אונו-אלעד	סה"כ
סטאטוס	פעיל	פעיל	פעיל	פעיל	
נוסעים בשנה ²	כ-8 מ'	כ-17.5 מ'	כ-20 מ'	כ-26 מ'	כ-71.5 מיליון
ק"מ נסועה ²	כ-33 מ'	כ-23 מ'	כ-18 מ'	כ-21 מ'	כ-96 מיליון
תחילת זיכיון	2014	2018	2024	2023	
סיום זיכיון ³	42030	42035	52037	52036	

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

4. צפי להארכת האשכול ב-4 שנים במסגרת ההסדרה הענפית
5. צפי להארכת האשכול ב-שנתיים במסגרת ההסדרה הענפית

1. המידע בשקף זה נמסר על ידי הנהלת החברה.
2. תקציב לשנת 2026
3. התאריך כולל שנת הארכה להפעלת הזיכיון וכולל נתוני ההסדרה המסתמנת

פרק א' – תיאור החברה והסביבה העסקית

תחבורה ציבורית – קנסות וציון מפעיל, מס נסועה

קנסות וציון מפעיל

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

מס נסועה (אגרות גודש)⁴

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

דוגמאות מהעולם להשפעות אגרות גודש

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

3. ר' שקף 46 לפירוט מדידי הביצוע של החברה לשנת 2025 לעומת שנת 2024
4. המידע על אגרות הגודש נמסר ע"י הנהלת החברה, בהסתמך על עבודה של חברת שלדור

1. המידע על קנסות נמסר על ידי הנהלת החברה
2. דו"ח בקרה חצי שנתי על פעילות מפעילי התחבורה הציבורית, חציון שני 2025

פרק א' – תיאור החברה והסביבה העסקית

הסדרה ענפית

הסדרה ענפית

- בימים אלו מתקיים תהליך הנמצא בשלביו הסופיים בין פורום מפעילות התחבורה הציבורית לבין משרד התחבורה להסדרה ענפית בענף התחבורה הציבורית. מטרת ההסדרה הענפית היא ייעול ושיפור השירות, לשפות את המפעילים על הבעיות המבניות בענף, ביניהן הירידה המתמשכת במהירות הנסיעה כתוצאה מעומסי תנועה, מחסור בנהגים, היקף תיקופי נסיעה נמוך ואתגרים תפעוליים נוספים אשר נובעים מאי התאמת תנאי הסכמי ההפעלה למצב התחבורה בפועל. עיקרי מתווה ההסדרה הענפית העומדים על הפרק:
- הארכת זיכיונות לאשכולות - משך ההארכה המקסימאלי יעמוד על ארבע שנים, הארכה של שנתיים ואופציה לשנתיים נוספות, בכפוף לעמידה ביעדי התייעלות (10%) ודילול (5%) של חלק מהקווים במפות וברמת שירות מחייבת שתקבע על ידי הרשות.
- ככל והזיכיון לא יוארך כלל או יוארך באופן חלקי, הטבת הארכת ההסכם תומר באופן יחסי לערך הטבה כספי בשיעור של 7% מההכנסות השנתיות באשכול
- דילול הפעילות (הפחתת ק"מ) והסטה (הסטת ק"מ לקווים אחרים באשכול), לרבות שיפוי בגין דילול בשיעור של 40%
- שינוי תמהיל הכנסות המפעילות והגדלת רכיב החשיפה לכמות הנוסעים ליחס של 15%/85% לערך
- ביטול מנגנון עדכון המפות לאחר גידול של 25% במפת הבסיס
- שינוי בתעריף השולי לנוסע
- מתן רשת ביטחון למפעילות להגנה מפני ירידה בכמות הנוסעים בהתאם למנגנון שייקבע על ידי משרד התחבורה

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

פרק א' – תיאור החברה והסביבה העסקית

יתרונות השימוש בתחבורה ציבורית

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

פרק א' – תיאור החברה והסביבה העסקית

תחום ההיסעים

- בון תור היא חברת ההיסעים הגדולה בישראל. יחד עם צמיחה חזקה בשנים האחרונות, בון תור מפגינה יציבות תפעולית ואופטימיזציה בתפעול שמקבלים ביטוי גם בתוצאות הכספיות ובמגמת הרווחיות העולה וגם באמון לה היא זוכה מהלקוחות הקיימים שלה (בדרך של הארכה והרחבה של הפעילות עימם) ומלקוחות חדשים גדולים שגויסו בשנים האחרונות.
- תחום ההיסעים בישראל הינו תחום המבוסס על מתן שירותי הסעה פרטיים ללקוחות קבועים ומזדמנים. הלקוחות הקבועים הם מוסדיים ברובם, כגון מוסדות חינוך, משרדי ממשלה, רשויות מקומיות, תעשיות ביטחוניות, מפעלים, הסעות לגיל השלישי ולחולים, עסקים, חברות עתירות כוח אדם וכד', כאשר ההתקשרות עם מרביתם נעשית בדרך של מכרזים לתקופות של 3-5 שנים. לקוחות מזדמנים הם לרוב מבקשי שירות לטיולים (לרבות תיירים), אירועים ודומיהם.¹
- אופי פעילות התחום – חסמי הכניסה לתחום נמוכים, על כן מתחרים יכולים להתאפיין בצי של מספר רכבים בודדים ועד ציים עם מאות כלי רכב. במכרזים מסוימים ישנן דרישות סף המצמצמות את כמות המתמודדים, כגון היקף הכנסות מינימלי וכמות כלי רכב. כמו כן, בנוסף להפעלת רכבים בבעלות, ישנו שימוש רב בקבלני משנה קטנים המחזיקים ברכבים בודדים או תחנות מוניות וחברות היסעים במיקומים בהם אין כדאיות להחזיק צי רכב ייעודי או לחיזוק הצי הקיים. השימוש בקבלני משנה גדל לאור הצמיחה האורגנית בפעילות, הגמישות התפעולית בהפעלת קבלני משנה ולאור העובדה ששיעורי הרווחיות בדרך כלל גבוהים יותר.²
- שוק ההיסעים מאופיין בריבוי שחקנים (כ-470 חברות), אשר נותנים מענה לצרכנים השונים ומגוון רחב של קהלי יעד. עם זאת, מוערך ש-12 החברות הגדולות בענף מחזיקות בנתח שוק של כ-36%.³ על מתן שירותי היסעים לגופים גדולים מתחרה מספר מצומצם של חברות גדולות (בעלות למעלה מ-100 רכבי הסעה). התחרות מתבטאת, בין היתר, בתנאי סף הכוללים היקף הכנסות שנתיות, בדרישות לצי רכב גדול, מגוון וחדיש, ברמת אבזור הרכבים ואיכות התחזוקה, מספר הנהגים והכשרתם, טיב ורמת השירות ותמחור.³
- השחקנים הבולטים בענף, מלבד בון תור, הם בין היתר: אגד היסעים, מאיה תור, החברה לפיתוח גוש עציון, מסיעי אריה שאשא, אמנון מסילות, מוני סיטון, יונייטד טורס ומספר חברות נוספות.²
- להערכת בון תור פועלים בישראל כ-20 אלף נהגים באמצעות כ-18 אלף רכבי הסעה בגדלים שונים, בעלי קיבולת נוסעים של בין 8 ל-60 נוסעים.³ כ-51% מהאוטובוסים בענף הינם אוטובוסים עם מעל ל-20 מושבים והגיל הממוצע של אוטובוס בענף ההסעות הפרטיות הינו 6-5 שנים.²
- להערכת בון תור, הכנסות הענף צמחו בשנים האחרונות בשיעור שנתי של כ-4% לסדר גודל של כ-5.2 מיליארד ש"ח.³
- מוערך כי כ-70% מהנסיעות הקבועות, מקורן בזכייה במכרזים פומביים.² בבון תור היקף הנסיעות הקבועות עומד על כ-97% מסך הנסיעות.¹
- הרווח הגולמי הממוצע בענף מהווה כ-17%-14% מסך מחזור ההכנסות של החברות הפועלות בו, ואילו הרווח התפעולי הממוצע (לאחר הוצאות פחת) עומד על כ-6%-2.4%.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

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

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 תור¹

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

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

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

2. דוח שנתי-ג'נריישן קפיטל – 2025

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



פרק ב' - ניתוח דוחות כספיים

פרק ב' – ניתוח דוחות כספיים

פעילות ההיסעים

נכסי מאזן (סולו) ¹

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

שינויים במהלך 2025

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

פרק ב' – ניתוח דוחות כספיים

פעילות ההיסעים

התחייבויות מאזן והון עצמי (סולו) ¹

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

שינויים במהלך 2025

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

פרק ב' – ניתוח דוחות כספיים

פעילות ההיסעים

הון חוזר¹

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

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

חוב פיננסי, נטו¹

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

פרק ב' – ניתוח דוחות כספיים

פעילות ההיסעים

רווח והפסד¹

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

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

1. על פי תקינת דיווח כספי ישראלית

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

פרק ב' – ניתוח דוחות כספיים

מטרופולין

נכסי מאזן¹

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

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

פרק ב' – ניתוח דוחות כספיים

מטרופולין

התחייבויות מאזן והון עצמי¹

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

- **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. בשנת 2026 מטרופולין אמורה להשלים את פעימת התשלום האחרון של התמלוגים למדינה בגין אשכול השרון.
- **הלוואה מבעלי מניות:** הגידול בסעיף זה נובע מהלוואת בעלים שניתנה מבון תור ע"ס 68 מ' ש, בגין העמדת ההון העצמי להקמת אשכול השרון.
- **הון עצמי:** הגידול בהון העצמי בשנת 2025 נובע מרווח נקי של מטרופולין.

פרק ב' – ניתוח דוחות כספיים

מטרופולין

הון חוזר¹

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

חוב פיננסי, נטו¹

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

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

פרק ב' – ניתוח דוחות כספיים

מטרופולין

רווח והפסד¹

אלפי ש"ח	2025	2024	2023	2022	
הכנסות	1,739,118	1,403,188	1,082,420	935,968	
YOY	23.9%	29.6%	15.6%	12.9%	
הוצאות תפעול ואחזקה	(1,382,106)	(1,265,715)	(952,415)	(793,882)	
רווח גולמי	357,012	137,473	130,005	142,086	
% מההכנסות	20.5%	9.8%	12.0%	15.2%	
הוצאות מנהליות	(73,054)	(74,755)	(64,619)	(53,589)	
הפחתה של הוצאות נדחות	(97,161)	(72,313)	(19,876)	(9,768)	
הכנסות (הוצאות) אחרות	105	1,049	(1,345)	(4,412)	
רווח תפעולי	186,902	(8,546)	44,165	74,317	
% מההכנסות	10.7%	-0.6%	4.1%	7.9%	
פחת והוצאות נדחות	209,604	267,054	158,820	130,811	
EBITDA²	396,506	258,508	202,985	205,128	
% מההכנסות	22.8%	18.4%	18.8%	21.9%	
הכנסות (הוצאות) מימון, נטו	(105,067)	(86,398)	16,498	(14,612)	
רווח לפני מס	81,835	(94,944)	60,663	59,705	
הטבת מס (מיסים על הכנסה)	(20,684)	19,471	(11,754)	(14,036)	
רווח (הפסד) נקי	61,151	(75,473)	48,909	45,669	
% מההכנסות	3.5%	-5.4%	4.5%	4.9%	

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

פרק ב' – ניתוח דוחות כספיים

בון תור (מאוחד)

רווח והפסד¹

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

1. על פי תקינת דיווח כספי בינלאומי (IFRS)



פרק ג' – הערכות השווי

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 היוון 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). היוון תזרימי המזומנים הבלתי ממונפים הינה השיטה המקובלת בתורת המימון לצורך הערכת "עסק חי". תזרימים אלו מהווים במחיר הון המגלם בתוכו את הסיכון הגלום בפעילות החברה.

שיטת הערכת השווי

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

פרק ג' – הערכות השווי

מתודולוגיה

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



הערכת שווי פעילות ההיסעים

פרק ג' – הערכות השווי

הנחות מרכזיות – פעילות ההיסעים

כללי

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

הכנסות

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

הוצאות תפעול ואחזקה

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

הוצאות הנהלה וכלליות

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

הוצאות פחת

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

פרק ג' – הערכות השווי

הנחות מרכזיות – פעילות ההיסעים

השקעות הוניות (CAPEX)

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

הוצאות מיסים

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

שינויים בהון החוזר

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

שנה טרמינלית

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

פרק ג' – הערכות השווי

שיעור ההיוון הראוי לתזרים המזומנים – פעילות ההיסעים

מחיר ההון המשוקלל (WACC)

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

פרמטר	ערך	הערה
ריבית חסרת סיכון	4.21%	1
פרמיית השוק	4.46%	2
Beta	0.85	3
פרמיית סיכון ספציפית	4.3%	4
מחיר ההון העצמי של החברה	12.3%	5
מחיר החוב	6.1%	6
שיעור מס	23.0%	7
שיעור מינוף	25.0%	8
מחיר ההון המשוקלל של החברה	10.4%	

הערות:

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

פרק ג' – הערכות השווי

תחזית תזרים המזומנים – פעילות ההיסעים¹

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

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

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

פרק ג' – הערכות השווי

סיכום הערכת שווי – פעילות ההיסעים

ממצאים

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

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

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

1. מחיר ההון העצמי (K_e) נאמד בכ-12.3%.
 2. במרץ 2026 החברה חילקה דיבידנד בסך 20 מ' ש"ח



הערכת שווי מטרופולין

פרק ג' – הערכות השווי

הנחות מרכזיות – מטרופולין

כללי

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

אשכולות¹

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

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

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

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

הכנסות (בהתאם לעדכון המסתמן בהסדרה הענפית)¹

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

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

פרק ג' – הערכות השווי

הנחות מרכזיות – מטרופולין

הכנסות (המשך)

• מטרופולין זכאית לתקבולים נוספים (תמריצים):

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

הוצאות תפעול ואחזקה

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

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

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

פרק ג' – הערכות השווי

הנחות מרכזיות – מטרופולין

מדדי השירות הממוצעים לאשכולות החברה

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

הוצאות הנהלה וכלליות

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

הוצאות פחת

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

הוצאות מיסים

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

השקעות הוניות (CAPEX)

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

שינויים בהון החוזר

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

מימון

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

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

פרק ג' – הערכות השווי

הנחות מרכזיות – מטרופולין

שווי תוספתי המבטא פעילות פרמננטית – לפי גישת הנחת שימור אשכולות¹

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

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

לו"ז חידוש האשכולות (לפי טיוטת ההסדרה הענפית)

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

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

פרק ג' – הערכות השווי

שיעור ההיוון הראוי לתזרים המזומנים – מטרופולין

מחיר ההון הראוי (Ke)

- שיעור ההיוון ששימש בהערכת שווי מטרופולין נאמד ב-11.10% (נומינלי) והתבסס על שיעור ההיוון הראוי להון העצמי והערכתנו את הסיכון הגלום בפעילות מטרופולין.

- להלן פירוט שלבי תחשיב ה-Ke:

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

הערות:

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

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

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

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

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

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

פרק ג' – הערכות השווי

תחזית תזרים המזומנים (ללא תזרים מחידוש אשכולות) – מטרופולין

2031-2037	2030F	2029F	2028F	2027F	2026F	¹ 2025A	¹ 2024A	אלפי ש"ח
11,148,906	1,992,744	1,897,059	1,794,581	1,701,232	1,639,297	²1,548,273	1,403,188	הכנסות
	5.0%	5.7%	5.5%	3.8%	5.9%	10%	30%	YOY
(8,956,193)	(1,632,638)	(1,576,666)	(1,481,589)	(1,439,576)	(1,417,939)	(1,382,106)	(1,274,465)	סך הוצאות תפעול ואחזקה
2,192,713	360,106	320,393	312,992	261,656	221,358	166,167	128,723	רווח גולמי
19.7%	18.1%	16.9%	17.4%	15.4%	13.5%	11%	9%	% מהמחזור
(854,240)	(164,236)	(163,997)	(160,782)	(160,083)	(159,430)	(170,110)	(145,329)	סך הוצאות הנהלה וכלליות
1,338,473	195,870	156,397	152,210	101,573	61,928	(3,943)	(16,606)	רווח הפעלה
12.0%	9.8%	8.2%	8.5%	6.0%	3.8%	0%	1%-	% מהמחזור
1,425,853	266,848	268,116	243,322	232,239	213,493	230,493	197,065	פחת והפחתות
2,764,325	462,718	424,513	395,532	333,812	275,421	226,550	180,459	EBITDA
24.8%	23.2%	22.4%	22.0%	19.6%	16.8%	15%	13%	% מהמחזור

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

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

פרק ג' – הערכות השווי

סיכום הערכת שווי – מטרופולין

ממצאים

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

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

ניתוח רגישות

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

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



הערכת שווי ב.ג. מוטורס

פרק ג' – הערכות השווי

סיכום הערכת שווי – ב.ג. מוטורס

הערכת שווי ב.ג. מוטורס ע"פ הבנות לעסקה

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

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



סיכום הערכת שווי אחזקות ג'נריישן קפיטל בחברת בון תור

פרק ג' – הערכות השווי

סיכום הערכת שווי אחזקות ג'נריישן קפיטל בחברת בון תור

ממצאים

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

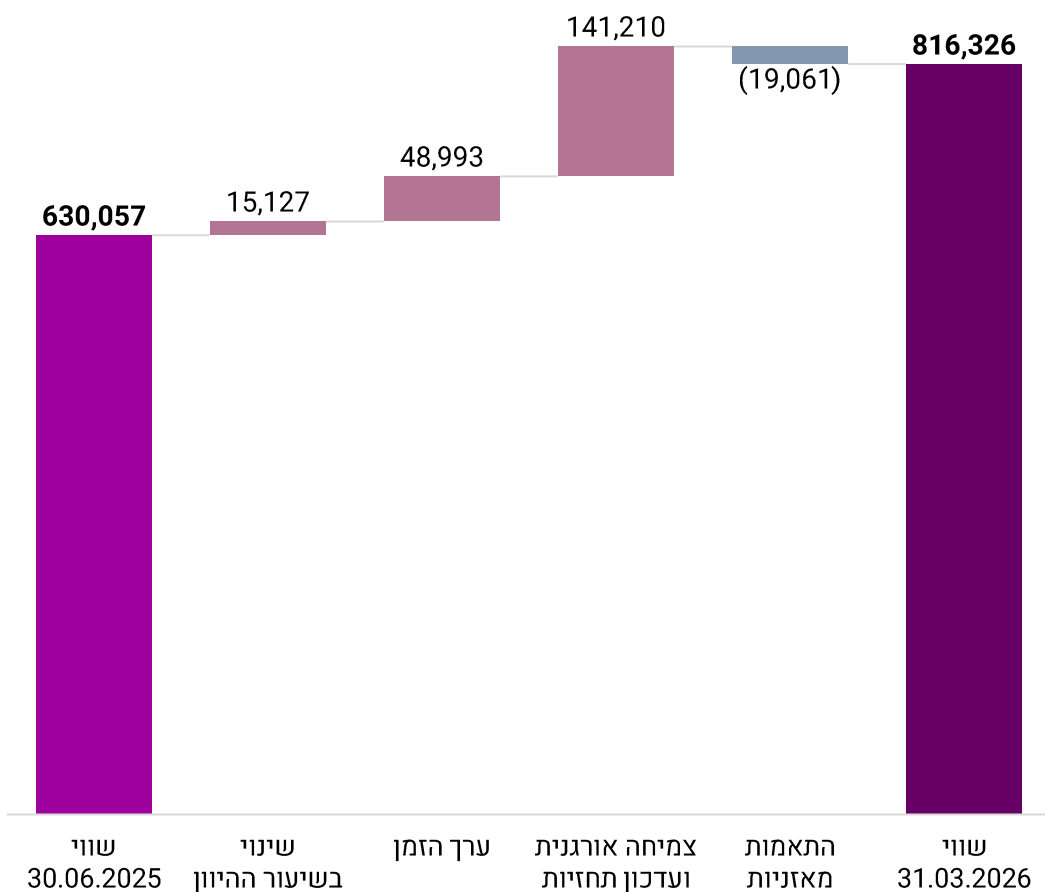
אלפי ש"ח	31/03/2026
פעילות ההיסעים (100%)	816,326
מטרופולין (100%)	713,724
ב.ג מוטורס (45%)	15,750
שווי הון עצמי בון תור	1,545,800
שווי אחזקות ג'נריישן קפיטל בבון תור (75.66%)	1,169,553



נספחים

השוואה בין שווי פעילות ההיסעים בעבודה הנוכחית ביחס לעבודה הקודמת

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

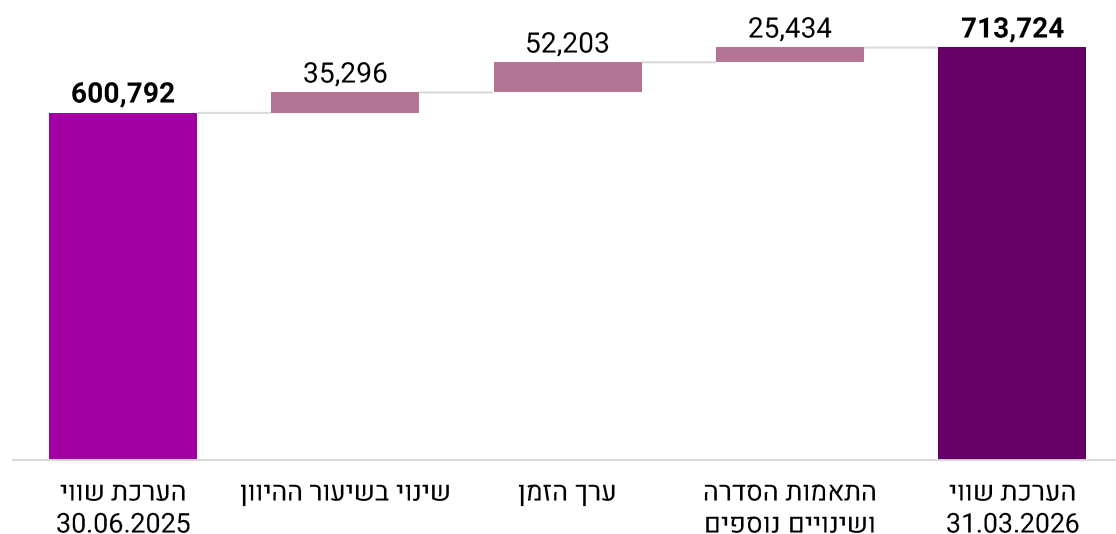


להלן השוואה בין שווי פעילות ההיסעים בהערכת השווי ל-31.03.2026 ביחס להערכת השווי ליום 30.06.2025:

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

השוואה בין שווי מטרופולין בעבודה הנוכחית ביחס לעבודה הקודמת

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



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

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