

ג'נריישן קפיטל בע"מ

הערכת שווי חברת בון תור בע"מ

ליום 31 בדצמבר 2020



שלום רב,

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

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

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

נתבקשנו על-ידי ג'נריישן קפיטל בע"מ (להלן: "ג'נריישן" ו/או "מזמינת העבודה"), לבצע הערכת שווי לחברת בון תור בע"מ (להלן: "החברה" ו/או "בון תור"), ליום 31 בדצמבר, 2020 (להלן: "מועד הערכת השווי"). הערכת השווי תבוצע לטובת הצגת ההשקעה בדוחות הכספיים של ג'נריישן בשווי הוגן. מדידת השווי ההוגן בוצע בהתאם לתקן דיווח כספי 13- מדידת שווי הוגן, IFRS 13.

הערכת השווי כוללת שני היבטים עיקריים:

- הערכת שווי פעילות ההיסעים שהינה פעילות המתנהלת בסולו של בון תור, ובחברות הבנות תור בוס בע"מ וחברת ישראל אקספרטס בע"מ (להלן ביחד: "פעילות ההיסעים");
- הערכת שווי השקעה במניות מטרופולין – תחבורה ציבורית בע"מ (50%) (להלן: "מטרופולין").

כמו כן, בון תור מחזיקה בעוד מספר חברות שאינן מהותיות. פעילות ההיסעים, מכירת רכבים, מטרופולין ויתר האחזקות (להלן: "הקבוצה").

ההתקשרות בין BDO זיו האפט ייעוץ וניהול בע"מ (להלן: "BDO") לבין ג'נריישן קפיטל בע"מ אושרה ונחתמה על ידי מר נועם רובינזון, סמנכ"ל כספים (להלן: "הסכם ההתקשרות"), ביום 31 בדצמבר, 2020 (להלן: "מועד התקשרות").

ממצאינו ישמשו את חברת ג'נריישן, הנהלתה ומבקריה, למטרות דיווח פיננסי במסגרת עקרונות החשבונאות והדיווח הכספי המקובלים בישראל והנדרשים על פי כל דין. עבודה זו מיועדת לשימושם הבלעדי של חברת ג'נריישן, הנהלתה ומבקריה הבלתי תלויים בלבד על פי כל דין. ידוע לנו ואנו מסכימים כי העבודה תשמש ו/או תיכלל בדוחות כספיים ליום 31 בדצמבר 2020, לרבות ככל שהדוחות כאמור יכללו במסגרת תשקיף או תשקיף מדף או דוחות הצעת מדף שיפורסמו על ידה, לרבות בדרך של הפנייה, וכן בכל דיווח מידתי לפי חוק ניירות ערך, התשכ"ח – 1968 ותקנותיו אשר על פי הוראות הדין ג'נריישן קפיטל תידרשנה במסגרתו לצרף את העבודה הכלכלית.

אי תלות

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

עוד נציין כי לא נקבעו התניות לקבלת שכר הטרחה בקשר עם תוצאות חוות דעת זו.

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

פרטים אודות מעריך השווי ומומחיותו

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

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

תפקיד נוכחי – שותף, מנהל מחלקת Corporate Finance

רקע וניסיון תעסוקתי – מוטי הינו בעל תואר ראשון בכלכלה ובמדעי המחשב ובעל תואר MBA מאוניברסיטת בר אילן. מוטי הינו בעל ניסיון של מעל 10 שנים בייעוץ עסקי לחברות ולמשרדים ממשלתיים. במסגרת תפקידו הנוכחי בחברת הייעוץ מוטי מנהל צוות כלכלנים ורו"ח בצוות העוסק בהערכות שווי, PPA, תוכניות עסקיות, בדיקות נאותות, בחינה לירידת ערך, הערכת מכשירים פיננסיים ועוד.

במסגרת עבודתו היה מעורב מוטי בביצוע מגוון רחב של הערכות שווי, תוכניות עסקיות, תכנונים אסטרטגיים ובדיקות נאותות במגזרי פעילות מגוונים כדוגמת: תקשורת, מדיה, טכנולוגיה, תעשייה מסורתית, מזון, נדל"ן, ציוד רפואי ופיננסים.

להלן פירוט הערכות שווי בהיקפים דומים או גבוהים, שבוצעו על ידי מעריך השווי:

- **אלביט מערכות** - ביצוע מגוון עבודות: הערכות שווי, PPA ובחינות לירידת ערך;
- **חברת השקעות דיסקונט** – הערכת שווי חברת סלקום לצורכי בחינה לירידת ערך השקעה;
- **סופרגז** – ביצוע הערכות שווי לצורך בחינה לירידת ערך;
- **פרטנר** – הערכות שווי לצורך בחינה לירידת ערך המגזר הקווי;
- **וואן טכנולוגיות תוכנה בע"מ** - ביצוע מגוון עבודות: הערכות שווי, PPA ובחינות לירידת ערך;
- **קבוצת דלק** - ביצוע מגוון עבודות: הערכות שווי ו-PPA;
- **Given Imaging** - ביצוע מגוון עבודות: הערכות שווי ובחינות לירידת ערך;
- **גזית גלוב** - ביצוע מגוון עבודות: PPA ובחינות לירידת ערך;
- **Arko Holdings / GPM Investments** – ביצוע מגוון עבודות: הערכות שווי ובחינות לירידת ערך של חברת GPM Investments;

מקורות מידע

לצורך עבודתנו התבססנו על הנתונים והמסמכים, כמפורט להלן:

- דוחות כספיים מבוקרים של החברה, לשנים 2018-2019;
- טיוטת דוחות כספיים של החברה לשנת 2020;
- מודלים פיננסיים של אשכולות מטרופולין המעודכנים ליום 31 בדצמבר, 2020;
- תקציב ההיסעים לשנת 2021;
- מצגות ודוחות ניהוליים;
- נתונים נוספים, שנמסרו לנו בכתב ובעל פה על ידי הנהלת בון תור ומטרופולין;
- מידע גלוי לציבור;
- דיונים ושיחות עם אנשי מפתח בבון תור, מטרופולין וג'נריישן קפיטל:
 - מר עפר פלג, סמנכ"ל כספים, בון תור;
 - מר יאיר קציר, סמנכ"ל כספים, מטרופולין;
 - מר נועם רובינזון, סמנכ"ל כספים, ג'נריישן קפיטל.

תמצית ממצאים

בהתבסס על עבודתנו והממצאים המפורטים בה, הגענו לכלל מסקנה כי נכון למועד הערכת השווי, השווי של הקבוצה וכן אחזקותיה של ג'נריישן הינן כדלקמן:

שווי פעילות היסעים	384,724
חוב נטו (31.12.2020)	(32,887)
שווי חלקה של בון תור במטרופולין (50%)	139,215
שווי חברות מוחזקות	15,899
סה"כ שווי בון תור	506,951
חלקה של ג'נריישן בבון תור (49%)	248,406

בכבוד רב,

מוטי דטלקרמר, רו"ח,

BDO זיו האפט, ייעוץ וניהול בע"מ

נחתם בתאריך 24.3.2021

Moti Dattakarmel
CPA

תוכן עניינים

1	הקבוצה
8	סקירת שוק
17	דוחות כספיים
28	מתודולוגיה
36	הערכת השווי
52	גילויים נדרשים בהתאם לתקנות ניירות ערך

פרק 1 הקבוצה

הקבוצה

כללי

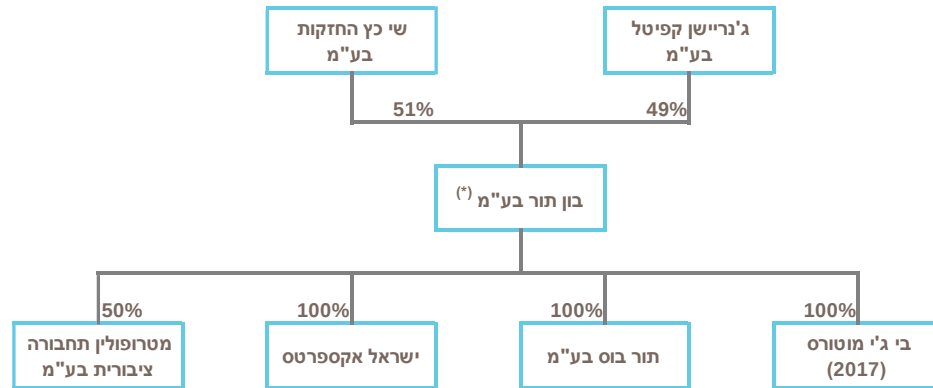
בון תור נוסדה בשנת 1988 ומשרדיה הראשיים נמצאים באור יהודה. החברה הינה הגדולה ביותר בארץ בפעילות ההיסעים ובעלת אחזקה משמעותית במפעיל תחבורה ציבורית פרטי – מהגדולים בישראל. בין לקוחות החברה ניתן למצוא חברות פרטיות, גופים ציבוריים ומשרדים ממשלתיים.

בון תור פועלת בשני תחומי פעילויות עיקריים:

- **פעילות היסעים** – הפעילות בתחום שירותי ההיסעים מתבצעת באמצעות בון תור ותור בוס שירות המטייל בע"מ (חברה פרטית בבעלותה המלאה), והיא כוללת שירותי הסעות קבועות (שההכנסות מהן היו בשנת 2020, את מרבית ההכנסות בתחום ההיסעים), וכן שירותי הסעות מזדמנות;
 - **פעילות תחבורה ציבורית** – הפעילות בתחום התחבורה הציבורית מבוצעת באמצעות החזקה ב-50% ממטרופולין תחבורה ציבורית בע"מ (החברה חתמה לאחר תאריך המאזן על הסכם לרכישת 50% הנוספים ממניות מטרופולין במחיר של 120 מיליון ש"ח). מטרופולין מפעילה, נכון למועד הערכת השווי, קווי שירות בשלושה אשכולות: אשכול הנגב, אשכול השרון ואשכול שרון-חולון.
- בנוסף, לבון תור פעילות בהיקפים שאינם מהותיים בתחום יבוא רכבי הסעות ותחבורה ציבורית, באמצעות בי.ג'י. מוטורס (2017) בע"מ (100%) ובתחום תיירות נכנסת חינוכית, באמצעות ישראל אקספרטס בע"מ (100%). ההכנסות מפעילויות אלו כלולות בתחום ההיסעים.

נכון ליום 31 בדצמבר 2020, בקבוצת בון תור הועסקו כ-197 נהגים וכ-82 עובדים אחרים, ובמטרופולין הועסקו כ-1,549 נהגים וכ-256 עובדים אחרים. פעילות ההיסעים בקבוצה מתבצעת באמצעות כלי רכב בבעלות עצמית וכן באמצעות קבלני משנה.

להלן מבנה אחזקות של הקבוצה למועד הערכת השווי:



(*) כמו כן, החברה מחזיקה בחברות הבאות אשר אינן בעלות נפח פעילות משמעותי: אייבס, טרמינל אקספרס, לימו, לימון ב.ע. שירותי תחבורה בע"מ, מ.ז.ל. מוניות לב העיר, ש.ב.ב.ש.א. אחזקות בע"מ, וחברת פי פק.

הקבוצה

חברות מהותיות בקבוצה

בון תור ותור בוס

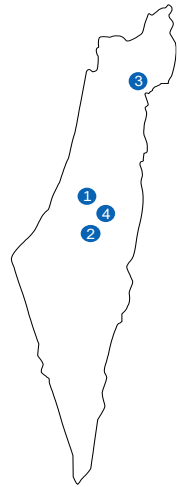
תור בוס הינה חברה פרטית בבעלות מלאה של בון תור הכוללת שירותי הסעות קבועות כגון הסעת עובדים למקומות עבודתם והסעת תלמידים למוסדות חינוך. ביחד מבצעות החברות כ-40 אלף נסיעות נוסעים בכל יום, והינה אחת החברות המובילות את שוק ההיסעים בישראל. לחברה פריסה גיאוגרפית במרכז וצפון ישראל. פעילותה של בון תור מופרדת לפי פעילות היסעים המבוצעת באוטובוסים ופעילות היסעים המבוצעת באוטובוסים ציבוריים זעירים (אצ"ז), מיניבוסים וכו'. פעילות זו מבוצעת בארבעה סניפים שונים.

לחברה תיק לקוחות מגוון ואין לה תלות משמעותית בלקוח אחד. מרבית הכנסות פעילות ההיסעים היא בגין נסיעות קבועות. כמו כן, מרבית ההכנסות בתחום נובעות מלקוחות מכרזים אשר מרביתם הינם לקוחות ממשלתיים, מוסדיים או רשויות ומועצות מקומיות. חלק מלקוחות המכרזים עורכים מכרזים עצמאיים בעוד שחלקם מתקשרים עם החברה תחת מכרזי מסגרת של החשב הכללי (החשכ"ל) ובהתאם למכרזי החברה למשק וכלכלה (המשכ"ל).

ישראל אקספרטס

ישראל אקספרטס שנוסדה בשנת 1999 ומהווה חלק מהקבוצה משנת 2014 עוסקת בשני תחומי פעילות עיקריים – תיירות נכנסת (מחו"ל) ופעילות עם פרויקט תגלית. כחלק מפעילותה ישראל אקספרטס עובדת בשיתוף פעולה עם מגוון ארגונים ומיזמים כגון: תגלית, JDC, AIPAC ועוד. בשנת 2020, בעקבות מגפת הקורונה, היקף פעילות החברה ירד בצורה משמעותית. בהקשר לכך, יש לציין כי גם בשנים קודמות השפעת ישראל אקספרטס על בון תור לא הייתה מהותית.

בון תור פועלת בסניפים הבאים:



1. סניף מרכז – ממוקם באור יהודה, אחראי על הפעילות שבין נתניה לבאר שבע;
 2. סניף מודיעין – אחראי לפעילות שבאזור ירושלים;
 3. סניף צפון – ממוקם בטבריה ואחראי על הפעילות שבצפון המדינה, כולל שלוחה בחדרה;
 4. סניף נתב"ג – אחראי על הפעילות שמבוצעת מ/אל נתב"ג.
- בנוסף, בון תור מחזיקה באגף אוטובוסים – אשר פועל בפריסה ארצית.

מטרופולין

מטרופולין שנוסדה בשנת 2000, עוסקת בהפעלת תחבורה ציבורית ע"פ זיכיונות מהמדינה. נכון ליום 31 בדצמבר, 2020, מטרופולין מפעילה שלושה אשכולות קווי תחבורה ציבורית – אשכול הדרום (הנגב), השרון וכן אשכול השרון-חולון בו זכתה ביום ה-3 ליולי, 2017. מטרופולין מעסיקה כ-1,549 נהגים.

אשכול דרום

מטרופולין החלה להפעיל את אשכול הדרום בשנת 2000 לראשונה. זיכיון זה חודש בשנת 2012, על פי ההסכם אשר החל בשנת 2014 מטרופולין תפעל באשכול זה עד דצמבר 2026 (בכפוף להארכה של 3 שנים על ידי הממשלה וכן שנה נוספת בשיקול דעת הממשלה), וכן תפעיל 120 קווים עירוניים ובינעירוניים עם צי של 390 אוטובוסים וכ-500 עובדים. באשכול זה מטרופולין מבצעת מעל 500 אלף נסיעות בשנה בהיקף של כ-28 מיליון ק"מ בשנה.

הקבוצה

חברות מהותיות בקבוצה (המשך)

אשכול שרון

על פי הסכם הזיכיון אשר החל בשנת 2011, זיכיון ההפעלה הינו בתוקף מדורג עד דצמבר 2022 ויוני 2023 (בכפוף להארכה של חצי שנה בשיקול דעת הממשלה). מטרופולין תפעיל 40 קווים בינעירוניים עם צי של 240 אוטובוסים וכ-400 עובדים. באשכול זה מטרופולין מבצעת מעל 850 אלף נסיעות בשנה בהיקף של כ-15 מיליון ק"מ בשנה.

אשכול שרון-חולון

על פי הסכם הזיכיון מטרופולין תפעל באשכול זה החל משנת 2018 האשכול יופעל בשלוש פעימות כך שהזיכיון לכל "פעימה" מסתיים במועד אחר: יולי 2031, ינואר 2032 ויולי 2032 (בכפוף להארכה של 6 שנים על ידי הממשלה וכן שנה נוספת בשיקול דעת הממשלה), בו פועלים כ-65 קווים עירוניים ובינעירוניים עם צי של 450 אוטובוסים וכ-600 עובדים. על פי האומדן, באשכול זה מטרופולין תבצע (עם הפעלתו המלאה) מעל 840 אלף נסיעות בשנה בהיקף של כ-20 מיליון ק"מ בשנה.

כחלק מהליך בחירת מפעיל לאשכול מסוים, המדינה מנהלת הליך של מכרז להפעלת אותו אשכול. למכרז זה ניגשים כל המפעילים המעוניינים והעומדים בקריטריונים המוגדרים. בחירת המפעיל נעשית על פי שקלול מספר רב של פרמטרים. המפעילים מציעים הצעה לשלם תמלוגים למדינה או לחלופין לקבל מהמדינה סובסידיה על מנת להיכנס למכרז, כמו כן, המפעילים מציעים את הוצאות ההפעלה השנתיות החזויות על ידם אשר כוללות בין היתר, הוצאות שכר נהגים, הוצאות דלק ואחזקה ועוד. ישנם פרמטרים נוספים כגון שכר הנהגים המוצע באשכול וכו', אשר נלקחים בחשבון על ידי המדינה לצורך קביעת הזוכה במכרז.

נכון למועד זה, מודל התמחור הקיים בכל האשכולות שמפעילה מטרופולין מבוסס על עלות הפעלה ברוטו של כל קו באשכול.

מכוח המכרזים, המפקח על התעבורה במשרד התחבורה ("המפקח") מבקש ממטרופולין מעת לעת להוסיף קווי שירות באשכול, אשר לא נכללו במסגרת המכרז הרלוונטי ושאינם מופיעים במפת הבסיס הרלוונטית ("הקווים הנוספים"). בהתאם להוראות המכרזים, ככל שמטרופולין והמפקח לא יגיעו להסכמה על הפעלת הקווים הנוספים ועל התנאים והמועדים להפעלתם, רשאית הממשלה להתקשר עם מפעילים אחרים להפעלתם, גם ללא פרסום מכרז. בגין קווים נוספים אשר מטרופולין מפעילה לבקשת המפקח כאמור, היא מקבלת בשלב הראשון 65% מן המחיר לק"מ שהיא מקבלת עבור קו המופיע במפת הבסיס, בתוספת לתשלום בגין האוטובוס. עם זאת, בהמשך להסכמות בין מפעילות התחבורה הציבורית והממשלה, החל משנת 2017 עליה של 25% בהיקף של ק"מ הנסיעה אל מול מפת הבסיס שבכל מכרז מביאה לעדכון מפת הבסיס לסך החדש של הק"מ המבוצעים. לפיכך, החל ממועד העדכון כאמור, מקבלת מטרופולין תשלום מלא בגין כל הקילומטרים שיבוצעו מכוח הקווים שהיו קיימים במועד העדכון.

הקבוצה

בית ספר לנהיגה

בשנת 2017 הקימה מטרופולין בית ספר לנהיגה לצורך הכשרת נהגי האוטובוסים שמגויסים לחברה. המטרה העיקרית למהלך הינה גיוס כמות גדולה יותר של נהגים לצורך איוש האשכולות החדשים שמופעלים ע"י מטרופולין.

בית הספר מכשיר כ-250 נהגים בשנה בעלות שנתית של 2.6 מיליון ₪ אשר כ-40% ממנה מתוקצבת ע"י מענק שניתן מהמדינה. הלימוד התאורטי נעשה בבית ספר חיצוני והלימוד המעשי מתבצע ע"י מטרופולין. העלות מורכבת מתשלום למורי נהיגה חיצוניים, רכישת אוטובוסים ייעודיים, עלויות ביטוח ועוד. בראשית הדרך, המכון הרפואי לבטיחות בדרכים (מרב"ד), אשר עורך בדיקות רפואיות עבור רשות הרישוי, עיכב את תהליך הכשרת הנהגים, אך בהמשך הסמכות הועברה לגוף פרטי, מה שייעל את התהליך.

ב.ג. מוטורס

בשנת 2018 החלה חברת ב.ג. מוטורס בפעילות יבוא מקביל של כלי רכב שונים לתחום ההיסעים, הן למכירה לחיצוניים והן למכירה לחברות הקבוצה. כמו כן, החברה פועלת כיבואן מקביל של רכבי תחבורה ציבורית. ב.ג. מוטורס הינה חברה המאוחדת בדוחותיה הכספיים של בון תור ומוחזקת ב-100%. הערכת השווי של ב.ג. בוצעה בנפרד מפעילות ההיסעים.

הקבוצה

השלכות מגפת הקורונה על פעילות תחום התחבורה

תחום ההיסעים

פעילות בון תור בתחום ההיסעים מתמקדת בעיקרה בהסעות תלמידים למוסדות חינוך (בדגש על חינוך מיוחד) ועובדים למקומות העבודה. לכן, חלה בשנת 2020 ירידה בהיקף הפעילות בתחום, אשר הגיעה לשיאה בתקופת הסגר הראשון שחל בחודשים מרץ-אפריל, במהלכו הושבת חלק ניכר מהמשק וכן נסגר החינוך המיוחד. לאחר הסגר הראשון חלה חזרה הדרגתית לשגרת הפעילות במהלך הרבעונים השני והשלישי, אולם היקפי הפעילות לא חזרו לרמתם טרום משבר הקורונה. בתקופות הסגר השני, שהחל בשלהי הרבעון השלישי והסגר השלישי שהחל בחודש דצמבר 2020, הירידה בהיקף הפעילות הייתה מצומצמת ביחס לסגר הראשון, זאת מאחר שפעילות החינוך המיוחד וכן מרבית מקומות העבודה להם מעמידה החברה שירותים המשיכו לפעול בתקופות אלה.

על מנת להתמודד עם הירידה בהיקף הפעילות, מיד עם פרוץ המשבר בחודש מרץ ביצעה הנהלת בון תור הליכים משמעותיים ומיידיים לצמצום עלויות תפעוליות, ובין היתר, צמצום העבודה עם קבלני משנה, אשר למעלה מ-70% מפעילותה מתבצעת באמצעותם, הקפאת הסכמי תחזוקה וביטוחים, העמדת רכבי הסעה שהשימוש בהם אינו הכרחי בחניונים וצמצום עלויות תפעוליות והנהלה וכלליות נוספות. גם במהלך החזרה ההדרגתית לשגרת הפעילות לאחר הסגר הראשון, צעדי הנהלת בון תור היו מדודים והדרגתיים בכל הקשור לתפעול פעילות ההיסעים והעלויות הכרוכות בו.

במקביל לפעולות שביצעה הנהלת בון תור במטרה להתאים את מבנה העלויות לתקופות ספציפיות בהן חלה ירידה בהיקפי הפעילות, ביצעה ההנהלה תהליכי התייעלות תפעולית נוספים שנועדו לשפר את שיעורי הרווחיות של בון תור בטווח הארוך, כגון שיפור בהסכמים מול ספקים, שינויים ארגוניים בכוח אדם וצמצום שטחי משרדים. לאור ההליכים שביצעה הנהלת בון תור כאמור, ועל אף הירידה בהיקף הפעילות בשנת 2020, הצליחה בון תור לשמור על רווח דומה בפעילות ההיסעים ביחס לזה של שנת 2019 ושאינו נמוך מהותית מתכנית העבודה לשנת 2020.

תחום התחבורה הציבורית

פעילות התחבורה הציבורית של מטרופולין מתבצעת בהתאם להסכמי הזיכיון שנחתמו מול המדינה בכל אחד מאשכולות הפעילות, ובהתאם שינויים בהיקף הפעילות כפופים להחלטת הרשות הארצית לתחבורה ציבורית (להלן: "הרשות"). בתקופת הסגר הראשון החל צמצום הדרגתי בפעילות התחבורה הציבורית (רכבת ואוטובוסים), אשר בשיאו הודיעה הרשות בשלהי חודש מרץ על צמצום התחבורה הציבורית באוטובוסים לכדי 25% מהפעילות הרגילה. במקביל להקלות במשק בחודש אפריל הוחזרה באופן הדרגתי פעילות התחבורה הציבורית, עד לכדי חזרה להיקף פעילות מלא בחודש מאי. ככלל, בהמשך שנת 2020 התחבורה הציבורית פעלה כסדרה, ולעיתים אף מעבר לכך לאור הצורך לתגבר קווי נסיעה מסוימים, למעט הטלת מגבלות לתקופות קצרות יחסית בתקופות הסגר השני והסגר השלישי.

השפעת משבר הקורונה על הכנסות החברה התבטאה בירידה מצומצמת בהכנסות המבוססות על הקילומטרים המבוצעים וכן בירידה בתמריץ השנתי המבוסס על כמות הנוסעים בתחבורה הציבורית (תמריץ הולידיות).

מיד עם קבלת ההודעה על הכוונה לצמצם את פעילות התחבורה הציבורית בסגר הראשון נערכה הנהלת מטרופולין והחלה לבצע הליכים משמעותיים ומיידיים לצמצום העלויות התפעוליות והניהוליות, אשר הותאמו לשינויים התכופים בהחלטות על היקף פעילות התחבורה הציבורית. בנוסף להליכים אלה שנועדו כאמור להתמודד עם השינויים הנקודתיים בהיקף הפעילות, ניצלה הנהלת מטרופולין את תקופת הסגר הראשון על מנת לקדם ולבצע צעדי התייעלות תפעולית וניהולית משמעותיים ובעלי השפעה חיונית מהותית מיידיית וארוכת טווח על רווחי מטרופולין.

צעדי ההתייעלות המרכזיים אותם ביצעה מטרופולין הינם:

- טיוב מפות התנועה - ניצול הדרישות התכופות לשינויים בהיקפי הפעילות בתקופת הסגר הראשון כדי לבצע שינויים במפות התנועה באופן שישפרו את היעילות התפעולית;
- שינוי המבנה הארגוני תפעולי - באופן שיאפשר מוטת שליטה ניהולית מיטבית ומעבר לתגמול מוכוון יעדים;

הקבוצה

השלכות מגפת הקורונה על פעילות תחום התחבורה – המשך

המשך צעדי ההתייעלות:

- הגדלת הגמישות בהעברת רכבים בין אשכולות - משרד התחבורה אישר למפעילי התחבורה הציבורית לעשות שימוש ברכבים של אשכול מסוים עבור אשכולות אחרים, מה שמאפשר גמישות רבה בשימוש בצי הרכבים של מטרופולין ומאפשר למצות את פוטנציאל שינוי המבנה הארגוני תפעולי.

במקביל לתהליכים אלה, וכתוצאה מהם, חל שיפור במדדי השירות של מטרופולין בכל האשכולות שבהפעלתה. ההתייעלות שביצעה הנהלת מטרופולין הובילה לצמצום בעלויות התפעוליות ולשיפור ברווחיות מטרופולין בעיקר במחצית השנייה של שנת 2020. ההשפעה החיובית על הרווחים צפויה לקבל ביטוי גם בשנים הבאות.

בנוסף, בשנת 2020 הושגו הסכמות בין משרדי התחבורה והאוצר לפורום חברות התחבורה הציבורית הפרטיות, בו חברה מטרופולין, אשר נועדו לתת מענה להשפעות משבר הקורונה על חברות התחבורה הציבורית ובעיקר לפצות על הירידה בתמריץ הולידציות עקב הירידה החדה במספר הנוסעים בתחבורה הציבורית.

לאור הפעולות שביצעה מטרופולין כמפורט לעיל, כמו גם הפיצויים מהמדינה שקיבלו כל חברות התחבורה הציבורית, הרווח של מטרופולין לשנת 2020 גבוה מהרווח שנכלל בתכנית העבודה שלה לשנה זו. כמו כן, כאמור לעיל, צפויה לפעולות אלה השפעה חיובית מהותית גם על רווחי מטרופולין בשנים הבאות.

פרק 2

סקירת שוק

ענף התחבורה הוא אחד הענפים הכלכליים המרכזיים במשק, והתפתחותו היא תנאי הכרחי לתפקוד יעיל של משק מודרני וצומח. מערכות התחבורה משמשות מנוף בעל חשיבות מכרעת בתהליך הצמיחה הכלכלית, והן תורמות ליעילות הכלכלית ולפיתוח העירוני והאזורי. כמו כן הן תורמות לשיפור רווחת אזרחי המדינה ואף לצמצום פערים כלכליים וחברתיים. איכות התחבורה הציבורית היא אחד המדדים העיקריים לקביעת דרגת הפיתוח של המדינה. הגידול הטבעי של האוכלוסייה, הפיתוח הכלכלי והצמיחה משפיעים ישירות על ענף התחבורה ובכלל זה על איכות השירותים שהוא מספק: הצמיחה גורמת לגידול בביקוש לנסיעות בכבישים - משאיות, כלי רכב ותחבורה ציבורית - והדבר גורם להגדלת הגודש בכבישים, מחמיר את זיהום האוויר וגורם למטרדים אחרים. לנוכח קשרי גומלין אלה, אספקת שירותי תחבורה איכותיים לאוכלוסיית המדינה היא בגדר אתגר חשוב ביותר המוצב לפני הממשלה, המחייב אותה לפעול בהתמדה לשיפור מערך התחבורה ולתכנון נכון של כלל הפעילות במשק.

לשימוש בתחבורה הציבורית על פני השימוש ברכב פרטי מספר יתרונות, כגון:

- **הפחתת הגודש בכבישים** - הגידול במספר כלי הרכב במדינה יוצר עומס בכבישים שעלותו למשק גבוהה מאוד, בין היתר בגלל ירידה בפריון העבודה, פגיעה במערך האספקה של סחורות שגורמת להתייקרות המוצרים, זיהום אוויר ופגיעה באיכות החיים של תושבי המדינה. הגדלה נרחבת של שיעור הנסיעות בתחבורה הציבורית מסך הנסיעות בכלל אמצעי התחבורה במשק, בעיקר במטרופולינים, תפחית תופעות שליליות אלה;
- **קישור הפרוורים למרכזי הפעילות** - הגידול הבלתי מבוקר של אוכלוסיית הערים והתייקרות מחירי הדירות ושכר הדירה בהן גורם לאוכלוסייה לחפש פתרונות מגורים בפרוורי העיר, אשר מתאפיינים בצפיפות אוכלוסין נמוכה יותר. תהליך הפרוור יוצר תלות של התושב ברכב הפרטי ונסיעותיו מתארכות, תכיפותן גדלה והן מתייקרות. תחבורה ציבורית יעילה מהפרוורים למרכזי הפעילות הכלכלית עשויה לקרב את התושבים לעיר, לקצר את זמני הנסיעה ולתרום להפחתת העומס בכבישים;
- **יעול השימוש במרחב האורבני** - בניגוד לתחבורה הציבורית, הרכב הפרטי תופס מרחב אורבני

¹ מקור: משרד מבקר המדינה, דוח מיוחד: משבר התחבורה הציבורית, מרץ 2019.

- **המשך - יקר**. לרוב הרכב הפרטי אינו בשימוש במרבית שעות היום ויש להקצות לו שטח גדול לצורכי חניה. לכל רכב פרטי נדרשים כמה מקומות חניה - במקום המגורים, במקום העבודה, באזורי מסחר, במרכזי בילוי ובקרבת שירותים שונים. כל אחד ממקומות החניה האלה נותר ריק במשך חלק משמעותי מהיממה, והדבר גורם לבזבז של קרקע יקרה. כמו כן, הצורך בסלילת כבישים רחבים שיאפשרו תנועה מהירה של כלי רכב פרטיים גורם לבזבז נוסף של שטחים שהיו יכולים לשרת את האוכלוסייה באופן יעיל יותר - למסחר, לפארקים ועוד;
- **הפחתת השימוש באנרגיה ובסביבה** - העלות למשק כתוצאה מזיהום האוויר שמייצרים כלי התחבורה גבוהה מאוד. מאחר שהתחבורה הציבורית משרתת נוסעים רבים, היא מסייעת בהפחתתם של השימוש בדלקים ושל זיהום האוויר שמקורם בשימוש בכלי רכב פרטיים. זאת בייחוד אם מערכות התחבורה הציבורית מונעות באמצעות אנרגיות ירוקות. יתרה מזו, השימוש בתחבורה הציבורית מאפשר להפחית את מטרד הרעש מכלי הרכב הפרטיים, הפוגע מאוד באיכות החיים בעיר;
- **שוויוניות והגברת הנגישות** - התחבורה הציבורית היא האמצעי העיקרי שמסוגל להנגיש את מקומות עבודה, השירותים הציבוריים, אתרי הפנאי והמסחר וכו' לכלל האוכלוסייה, במיוחד בעבור בעלי הכנסה נמוכה, בילדים, בקשישים, בתושבי הפריפריה ובתושבים שאין ברשותם רכב לשימוש יום-יומי. מעבר לתחבורה ציבורית עשוי להפחית גם הוצאות של כלל המשק ולתרום לצמצום פערים חברתיים;
- **הפחתת יוקר המחיה** - קיומה של מערכת תחבורה ציבורית יעילה מאפשר להפחית את הוצאות משקי הבית על תחבורה תוך שיפור באיכות החיים של התושבים.

בישראל כיום קיימים 4 מערכים עיקריים הנוגעים לתחבורה ציבורית והם כדלהלן:

אוטובוסים

אמצעי התחבורה הציבורית העיקרי; משרד התחבורה קובע את קווי השירות של האוטובוסים, וחברות פרטיות מפעילות אותם באמצעות אוטובוסים ציבוריים. הקווים נחלקים לאשכולות אזוריים, והחברה המפעילה כל אשכול נבחרת במכרז. המדינה מנציבה לחברות את הקווים שיפעילו, את תדירותם, את שעות הפעילות ועוד. להרחבה אודות שוק התחבורה הציבורית בישראל ראה להלן.

מוניות שירות

קווי שירות הנקבעים על ידי משרד התחבורה ומופעלים על ידי חברות פרטיות באמצעות מוניות. להבדיל ממרבית אמצעי התחבורה הציבורית האחרים, הרישיון של מוניות שירות מאפשר להן לפעול בימי מנוחה.

רכבת

הרכבת הכבדה בישראל משמשת בעיקר לנסיעות בין-עירוניות. הרכבת מופעלת על ידי החברה הממשלתית רכבת ישראל, העוסקת בהסעת נוסעים, שינוע מטענים ופיתוח תשתיות הרכבת. ככלל, משרד התחבורה מוביל את התכנון והפיתוח של הרכבת, בהשתתפות רכבת ישראל. ב-2004 נחתמו בין הממשלה לרכבת ישראל הסכמי עקרונות ראשוניים בעניין מימון פיתוח וסבסוד של רכבת ישראל וכן בנוגע לפעילותה השוטפת. מאז נחתמו מפעם לפעם הסכמים עדכניים, והאחרון שבהם נחתם בשנת 2014.

רכבת קלה

רכבת להסעת נוסעים בנסיעות קצרות יחסית, בסביבה עירונית. בישראל כיום פועל קו אחד של רכבת קלה בירושלים, וקווים נוספים עתידים להיפתח בעתיד. רשת רכבת קלה מוקמת בתל אביב, והקו הראשון שלה מתוכנן להתחיל לפעול בשנת 2021. הגופים המפעילים רכבות קלות שונים בכל פרויקט ופרויקט: הקו האדום, הקו הראשון של הרכבת הקלה בירושלים, הוקם ומופעל על ידי חברת סטיפס במסגרת שותפות ציבורית-פרטית בשיתוף BOT. הרכבת הקלה בתל אביב מוקמת במימון ממשלתי מלא על ידי החברה הממשלתית נת"ע.

ענף התחבורה הציבורית בישראל²

לאורך השנים, ועד לשנת 2001 שלטו בכ-95% מענף התחבורה הציבורית שני הקאופרטיבים המרכזיים הגדולים – אגד – אגודה שיתופית לתחבורה ציבורית בע"מ (להלן: "אגד") ודן חברה תחבורה ציבורית בע"מ (להלן: "דן").

במהלך שנות התשעים התגבשה במשרד ההכרה בצורך לפתוח את ענף התחבורה הציבורית לתחרות. בהמשך לכך ולאחר ביצוע עבודת מטה בשיתוף משרד האוצר, בשנת 1997 התקבלה החלטת ממשלה 1301 ולפיה הוחלט לפתוח את ענף התחבורה הציבורית בישראל לתחרות באמצעות הקצאת רישיונות להפעלת קווי השירות בתחבורה הציבורית בתנאים תחרותיים. בהתאם לתוכנית הרפורמה ולהסכמים שנחתמו עם אגד ודן, פורסמו כ-20 הליכים תחרותיים להפעלת קווי שירות, בהתאם לאשכולות גיאוגרפיים שנקבעו (בתמצית, אשכולות קווי שירות הינם אוסף קווים בעלי מונה תחבורתי משותף והמהווים יחידה תפעולית אחת). עם תום שלב זה בתוכנית הרפורמה, פעלו בענף 15 חברות תחבורה ציבורית (תח"צ) (ללא חברות מזרח ירושלים). חלקה של אגד בשוק במונחי ק"מ – עמד על כ-55% וחלק דן עמד על כ-14%.

בתחילת שנת 2009 פרסם המשרד תכנית המשך לשנים 2009-2018, אשר היוותה, למעשה, תכנית להמשך הפעולה להגברת התחרות בענף. במסגרת התוכנית, התפרסמו 11 הליכים תחרותיים על אשכולות שנפתחו לתחרות בעבר, ש"עובו" בקווים נוספים שהועברו מאגד ומדן ובאשכול נוסף חדש, אשכול קווי חולון-שרון, הכולל בעיקרו קווים המופעלים על ידי אגד.

נוסף לאמור, ובהתאם לסיום תכנית הרפורמה, בתחילת שנת 2009 תמה תקופת הסכמי התחרות שנחתמו עם אגד ודן. לאחר משא ומתן ממושך נחתם ביוני 2010 הסכם תחרות חדש עם אגד. ביוני 2012 נחתם הסכם תחרות חדש עם דן.

במהלך אוגוסט 2012 נתקבלה החלטת ממשלה נוספת (2226). בהחלטת ממשלה זו נקבע, בין היתר, כי מתן רישיונות לקווי שירות ולאשכולות שירות יתקיים בהליך תחרותי, תוך הגבלת משך תקופת הרישיון לפרק זמן בן שש שנים הניתן להארכה, וכן הגבלת יכולת ההשתתפות בהליך התחרותי למפעיל תח"צ המחזיק מעל 40% מהיקף שירותי התח"צ בתנאים מסוימים.

² מקור: תכנית תחרות, ענף התחבורה הציבורית באוטובוסים, שנים 2018-2030, לאחר הערות הציבור, אוגוסט 2018, משרד התחבורה

סקירת שוק

ענף התחבורה הציבורית בישראל³ - המשך

בישראל פועלים כיום 16 מפעילי תחבורה ציבורית, המבצעים מדי יום כשני מיליון נסיעות באוטובוסים בעזרת יותר מ-9,700 אוטובוסים הפועלים בשירותי התחבורה הציבורית בארץ⁴.

דרישות ממפעיל תחבורה ציבורית (חסמי כניסה):

מפעילי תח"צ צריכים להיות גופים בעלי איתנות פיננסית לצד יכולות תפעוליות וניהוליות להפעיל מערך קווי שירות גדול ומורכב ברמת שירות גבוהה. מפעילי התח"צ ידרשו להעסיק צוות ניהולי בעל ידע בתחום התח"צ. כמו כן, יידרשו המפעילים לספק מידע מהימן ורציף המבוסס על מערכות מידע מתקדמות הן לציבור הנוסעים והן למשרד התחבורה. להלן ריכוז חסמי הכניסה העיקריים:

- תקופת זיכיון ארוכה מהווה חסם בעיקר למפעילים חדשים, אולם חסם זה מצטמצם לאור פרסום מכרזי תח"צ באופן שוטף, כל שנה כ-8% מהענף.
- גישות לידע ולטכנולוגיות בענף - כיום נדרשים מפעילי התח"צ להפעיל מערכות מידע מתקדמות בתחום ניהול הצי והכרטוס הייחודיות לענף והמהוות חסם למפעילים חדשים שאינם פעילים בתחום ואף לחברות תחבורה ציבורית מחו"ל שאינן מכירות את אופן ההפעלה בארץ.
- ניסיון בהפעלת שירותי תחבורה ציבורית - ישנו שוני רב בין הפעלת קווי שירות בתחבורה ציבורית לבין הפעלת נסיעות מיוחדות או נסיעות סיור באוטובוסים, כך שתחום התחבורה הציבורית באוטובוסים הינו מקצוע לכל דבר ועניין הדורש התמחות ספציפית. שוני זה בא לידי ביטוי כמעט בכל רובדי השירות: החל מפעילויות הנדרשות מהנהג דרך תפעול מערך הקווים ברמת השירות הנדרשת באופן עקבי ורציף, עבור במערכות מיוחדות המשמשות בתחבורה ציבורית בלבד או בעיקר (כגון כרטוס חכם וכד') וכלה בממשקים האינטנסיביים מול משרד התחבורה והציבור (בענייני התחשבות, רישוי, בקרה תפעולית, מידע, הסברה ועוד).
- חוסן פיננסי - אשכולות התח"צ כוללים הפעלה של כ-300 אוטובוסים, לשם כך נדרשת השקעה ראשונית של כ-250-350 מיליון ש"ח, כולל כל המערכות הטכנולוגיות. מפעיל השירות נדרש להיות בעל חוסן פיננסי משמעותי על מנת שיוכל לגייס את סכומי ההשקעה הנדרשים.

מבנה הענף הרצוי

מבנה הענף אליו הממשלה שואפת להגיע בתום תקופת התוכנית מושתת על מבנה של תמהיל בין מפעילים גדולים, בינוניים וקטנים, בעלי ניסיון ויכולת להפעלת קווי שירות ברמה גבוהה.

לאורך כל התקופה, באופן רציף יפורסמו הליכים תחרותיים בהיקפים נדרשים, שיתרמו לשמירת המתח התחרותי בענף ויאפשרו למפעילים לייצור אופק פעילות לטווח רחוק.

פעילות בשלושת המטרופולינים הגדולים, חיפה, תל אביב וירושלים - בין השנים 2016-2021 צפויות להתחיל לפעול מספר מערכות להיסעי המונים בשלושת המטרופולינים הגדולים, הצפויות להביא לשינוי משמעותי באופן תפעול רשת קווי השירות בהם, ובהיררכיה של הרשת התחבורתית.

מרכזי שלוש המטרופולינים הגדולים, בהם מרוכזת מרבית הפעילות הכלכלית בישראל, הינם בעלי חשיבות ייחודית, ומחייבים שירותי תח"צ סדירים ואיכותיים ולכן כל מרכז מטרופולין יהווה תת אזור לצורכי תחרות שחלקו של המפעיל המרכזי בו לא יעלה על 50%. לנוכח העובדה, כי כיום התחבורה הציבורית במרכזי שלוש המטרופולינים הגדולים מרוכזת בידי אגד ודן, במהלך עשור זה, בכוונת הממשלה להתמקד בשירות זה ולהוציא מהם קווי שירות לתחרות באזורים אלו.

הנהגת תכנית התחרות הנוכחית תביא למצב שעד שנת 2030 יפורסמו הליכים תחרותיים ביחס לכלל הפעילות בענף. עם סיום מהלך זה, אגד, דן והמפעילים ההיסטוריים האחרים יפעלו כמפעיל תחרותי לכל דבר ועניין, והיקף פעילותן יגזר מתוצאות ההליכים התחרותיים.

מפעילים שכיום הם מעל ל-25% מהענף, היקף פעילותם יצומצם בהדרגה להיקף הנ"ל, כך שעד סוף שנת 2029 לא יהיה מפעיל שיחרוג ממגבלה זו.

³ מקור: תכנית תחרות, ענף התחבורה הציבורית באוטובוסים, שנים 2018-2030, לאחר הערות הציבור, אוגוסט 2018, משרד התחבורה
⁴ מקור: מרכז המחקר והמידע, דף מידע: התחבורה הציבורית בישראל והגודש בכבישים, נובמבר 2019.

סקירת שוק

ענף התחבורה הציבורית בישראל⁵ - המשך

הפיקוח על התחבורה הציבורית בישראל:

הפיקוח נעשה על ידי הרשות הארצית לתחבורה ציבורית שבמשרד התחבורה. הרשות הוקמה בשנת 2014 ועוסקת, בין היתר, בתכנון מערך קווי השירות, במכרזים לאשכולות התחבורה הציבורית ובפיקוח על החברות המפעילות אותן. כמו כן, היא יוזמת ומבצעת רפורמות רחבות בתחום התחבורה הציבורית, כגון הנהגת כרטיס נוסע חכם (רב-קו), רפורמה בתעריפי הנסיעה ועוד. המדינה מעניקה לתחבורה הציבורית תקציבים, והם משמשים בעיקר לתמיכה בחברות המספקות שירותי תחבורה ציבורית ולפיתוח התחבורה הציבורית. לתחבורה הציבורית באוטובוסים נדרשות תשתיות מיוחדות לפעילותה: מסלולי נסיעה, תחנות האוטובוס, חניונים תפעוליים, תחנות מרכזיות ועוד. ככל ששירות התחבורה הציבורית מתרחב, כך גוברות דרישות התשתית, לרבות השטח הנדרש.

תשתיות התחבורה הציבורית:

אחד החסמים להרחבת השימוש באוטובוסים הוא אי-עמידה בלוחות זמנים, כלומר חוסר ודאות באשר למועד שבו אוטובוס של קו מסוים אמור להגיע לתחנה ולמשך הזמן שייקח להגיע מהתחנה אל היעד. על פי דוח "ישראל עומדת, קידום התחבורה הציבורית בישראל", אי-עמידה בלוחות הזמנים נובעת במידה רבה מכך שהאוטובוסים נוסעים באותו הכביש עם יתר כלי הרכב ולכן הם מתעכבים בעומס הכללי, המשתנה לפי שעה ומקום, באופן שלא תמיד אפשר לצפות מראש. לפי החברות המפעילות, במצב דברים זה אי-אפשר לדרוש שהאוטובוסים יעמדו בלוח זמנים מדויק פתרון לסוגיה זו הוא השימוש בצירי העדפה לתחבורה ציבורית נתיבים לתחבורה ציבורית (נת"צים), שבהם מותרת התנועה רק לתחבורה הציבורית, ואשר אוטובוסים הנוסעים בהם יקבלו העדפה ברמזורים. היתרון שבצירי העדפה הוא מרבי כאשר הציר נמשך לאורך כל המסלול של הקו, או לכל הפחות בכל האזורים העמוסים שבו, שכן הפעלת ציר העדפה חלקי, שלא נותן מענה לכל הצמתים העמוסים שבמסלול, רק תזיז את הפקק, ותפחית מהתועלת של ציר ההעדפה.

⁵ תכנית תחרות, ענף התחבורה הציבורית באוטובוסים, שנים 2018-2030, לאחר הערות הציבור, אוגוסט 2018, משרד התחבורה

סקירת שוק

משרד התחבורה

השקעות הממשלה בתחבורה משמשות בסיס לקידום הפיתוח הכלכלי של המשק כולו, ומאפשרות התפתחותם של ענפים אחרים במשק. יעילות ההשקעות בתחבורה הציבורית נבחנת במידת תרומתן ליעדים הלאומיים ובהיענות לצורכי המשק ותושבי המדינה.

תקציב משרד התחבורה לשנת 2018 (שאושר במסגרת התקציב **הדו-שנתי** לשנים 2017-2018) נאמד בכ- 18.5 מיליארד ש"ח⁶ (הוצאה נטו) מתוך תקציב שנתי כולל בסך 460 מיליארד ש"ח. תקציב המשרד בשנת 2019 גדל לכ-20.8 מיליארד ש"ח⁷ (הוצאה נטו) מתוך תקציב כולל בסך 479.6 מיליארד ש"ח, המבטא תוספת תקציבית של 8% למשרד בשנת 2019.

תקציב משרד התחבורה עצמו נחלק בין היתר **לתקציב לפיתוח התחבורה הציבורית**, אשר נחלק בין הרכבת הכבדה וליתר אמצעי התחבורה הציבורית. בשנת 2019, כ-3 מיליארד ש"ח מתקציב הפיתוח המאושר הוקצו לרכבת (לפרויקטים כגון בניית מסילות, הפרדות מפלסיות ופיתוח מערכות מידע) וכ-4 מיליארד ש"ח הוקצו לשאר אמצעי התחבורה הציבורית לפרויקטים כגון קידום הרכבת הקלה בגוש דן והארכה והרחבה של פרויקט המטרונית במטרופולין חיפה. בנוסף משרד התחבורה מספק **תמיכה כספית** לחברות המעניקות שירות בתחום התחבורה הציבורית. חברות אלו מקבלות תמיכה כספית ממשרד התחבורה. בשנת 2019 היה התקציב המאושר לתמיכה כ-6.9 מיליארד ש"ח. תקציבי תמיכה נוספים משמשים למתן הנחה לקבוצות אוכלוסייה שונות להסדרי נסיעות מיוחדים כגון חופשי חודשי והנחה בטעינת רב קו ולמימון נסיעות לכוחות הביטחון. יש לציין שחלקה של הרכבת הכבדה בתקציב גדול משיעור הנסיעות בה בהשוואה לאוטובוסים, בין היתר, מכיוון שעלות הפעלתה גבוהה משל אוטובוסים. עלות ההפעלה הגבוהה יחסית היא גם אחת הסיבות למחיר הגבוה יותר של כרטיס נסיעה ברכבת.

השוואה בינלאומית של מדדים לאיכות התחבורה הציבורית מצביעה על פער מהותי בין תשתית התחבורה הציבורית בישראל ביחס למדינות המפותחות בעולם, המביא לשימוש נמוך יחסית בתחבורה ציבורית, בשל הכדאיות הנמוכה לפרט בשימוש בה על פני הרכב הפרטי. "יחס הפיצול" בישראל (קרי, שיעור הנסיעות

בתחבורה ציבורית מתוך כלל הנסיעות) נמוך בצורה משמעותית בהשוואה עולמית: במטרופולינים תל אביב, ירושלים וחיפה עומד יחס הפיצול על כ-24%, בעוד שמטרופולינים מפותחים שונים בעולם מציגים יחס פיצול של כ-40%. מצב זה מוביל לעלייה בגודש בדרכים, לזיהום אויר, לגידול במספר תאונות הדרכים ולאובדן שעות עבודה רבות של אזרחי ישראל, המוערך ע"י המדינה בכ-35 מיליארד ש"ח בשנה. לפיכך, במסגרת תקציב 2019 הקצה משרד התחבורה משאבים משמעותיים לפיתוח תשתיות התחבורה הציבורית, בדגש על מערכות הסעת המונים בשלושת המטרופולינים הגדולים – בין היתר:

- הוספת קווי רכבת קלה במטרופולינים;
- הקמת קו רכבת כבדה אלטרנטיבי לקו החוף;
- קידום התכניות במערכת הסעת ההמונים במטרופולין דן;
- הקצאת כ-8.3 מיליארד ש"ח לנתיבי התחבורה הציבורית (נת"צים) בכבישים בעלי עומס גבוה, וכן לטובת הקמת חניוני חנה-וסע נוספים;
- יוקמו רשויות תחבורה מטרופוליניות כרובד ביניים בין השלטון המרכזי למקומי, במטרה לאפשר תכנון וניהול אופטימלי של משאבי התחבורה הציבורית;
- פרויקט ניסיוני של מתן תמריצים כספיים על הרגלי נסיעת הנהגים בישראל, במטרה לעודד שינוי התנהגות שיתרום לצמצום אבדן הזמן בנסיעה, להקלה בעומס ולצמצום זיהום האוויר.

⁶ מתוך: אתר אגף התקציבים - תקציב משרד התחבורה לשנים 2017-2018
⁷ מתוך: אתר אגף התקציבים - תקציב משרד התחבורה לשנת 2019

סקירת שוק

שינויים ופיתוחים טכנולוגיים בתחבורה הציבורית בישראל

תכנית לאומית לתחבורה חכמה

במטרה לעודד מחקר ופיתוח, יזמות ותעשייה בתחום התחבורה החכמה בישראל ועל מנת לייעל את מערך באמצעות שילובן של טכנולוגיות ניטור ועיבוד מידע תחבורתי, קיבלה ממשלת ישראל בשנת 2017 החלטה על הקמת ועדה שמטרתה לקדם תכנית לאומית לתחבורה חכמה בין השנים 2017-2021, אשר יישומה כולל בין היתר קידום פיילוטים. של טכנולוגיות ותפיסות הפעלה חדשות במערכי התחבורה בעלות פוטנציאל להקטנת גודש, הפחתת תאונות דרכים, צמצום השימוש בנפט ועידוד מעבר לתחבורה ציבורית - בתקצוב של כ-125 מיליון ש"ח על פני השנים כאמור.

ליישום התכנית ותוצאותיה עשויות להיות השפעות בטווח הבינוני-ארוך על מפעילות התחבורה הציבורית בישראל, באופן שידרוש מהן לעמוד בסטנדרטים שייקבעו במסגרת המעבר לתחבורה חכמה ונקייה יותר.

כרטיס רב קו

הרחבה ואיחוד השירותים – כרטיס הרב קו מאפשר נסיעה בעלות מסובסדת בכל אמצעי התחבורה הציבורית בישראל (על מפעיליהם): אוטובוסים, רכבות, רכבת קלה וכן מוניות שירות אשר החלו להצטרף בהדרגה במחצית השניה של שנת 2019.

כרטיס חכם - בעקבות רפורמת 'כרטיס חכם' שהוביל משרד התחבורה, החל מחודש אוגוסט 2018 לא ניתן עוד לטעון כרטיסי רב-קו באוטובוסים בחלק הולך וגדל של הערים; תחת זאת נדרשים הנוסעים לדאוג לטעינה מוקדמת של הכרטיס ובכך לחסוך מהנהג את ההתעסקות בטעינה וכסף בזמן הנסיעה.

בדומה למדינות נוספות במערב, בעתיד אף לא ניתן יהיה לרכוש עוד מהנהג כרטיס לנסיעה מזדמנת, והכל כאמור במטרה למנוע את התעסקות הנהגים עם כספים, תוך הסחת דעתם בזמן הנהיגה, וכן לצורך התייעלות ושיפור זמני הנסיעה והדיוק בלוחות הזמנים. טעינת הכרטיס מתאפשרת בדרך מקוונת (באינטרנט או דרך האפליקציה הסלולרית) ובעמדות טעינה הממוקמות בתחנות שונות.

סקירת שוק

נהגי האוטובוסים

נהג אוטובוס הוא נהג מקצועי הנדרש להכשרה מיוחדת. נהגי אוטובוס עובדים שעות רבות ברצף, משעות הבוקר המוקדמות ועד לשעות הלילה, ולעיתים גם בסופי שבוע ובחגים. בשנים האחרונות נשמעות תלונות מצד מפעילות התחבורה הציבורית על מחסור בנהגים, הנובע מקושי בגיוס נהגים חדשים ובשימור נהגים קיימים. על כן, לצורך מתן שירות טוב במצב הקיים, נדרשים נהגים נוספים. המחסור בנהגים מקשה על המפעילות לתגבר קווים בהתאם לצרכים שבשטח, מגביר את הלחץ על הנהגים לעבוד שעות רבות יותר, במקומות רחוקים יותר מביתם, ומקשה על המפעילות לפטר נהג שנוהג באופן לא בטיחותי או שעבר עבירות משמעת. לפי אומדן שהתבסס על נתוני המפעילות והוצג לוועדה, מספר הנהגים הנדרש כדי לאפשר שירות מיטבי בהתחשב בהרחבת שירותי התחבורה הציבורית המתוכננת הוא כ-3,500.

הסדר ענפי

בתאריך 23 ביוני 2019 הושלמה החתימה על הסכמי ההסדרה הענפית, לאחר שנחתמו על ידי המורשים מטעם ממשלת ישראל.

על פי ההסכמים, לתשלומים שחברת מטרופולין מקבלת משרד התחבורה בגין שירותי יתווספו תמריצי איסוף נוסעים, תשלומים בגין עדכון הצמדות (ביטוח ושכר), דמי ניהול פרויקטים טכנולוגיים, סובסידיות שכר נהגים נוספת על הקיימת כיום וכן תמיכה בגין הכשרת נהגים חדשים, בתוקף רטרואקטיבי החל מיום 1 בינואר 2018.

על פי הדיווח, להסכמי ההסדרה הענפית השפעה חיובית מהותית מאוד על תוצאות פעילות מטרופולין.

סקירת שוק

שוק ההיסעים- כללי

מנתונים של חברת BDI בכל הנוגע לשוק ההיסעים עולה כי:

הכנסות שוק ההיסעים בישראל הסתכמו בשנת 2018 בכ- 4.46 מיליארדי שקלים (לא כולל מע"מ), גידול של כ- 5% ביחס לשנת 2017. מספר האוטובוסים והאוטובוסים הזעירים בשנת 2018 עמד על 19,658 אוטובוסים. כ- 52% מהאוטובוסים בשוק הינם אוטובוסים עם מעל ל- 20 מושבים. המחזור החודשי הממוצע לאוטובוס גדול המונה כ- 50 מושבים עמד בשנה החולפת על כ- 40,000 שקלים (לא כולל מע"מ), ואילו המחזור החודשי הממוצע של אוטובוס זעיר (עד 20 מושבים) עמד על כ- 21,500 שקלים (לא כולל מע"מ). מדובר במחזורים ממוצעים של רכבים אשר עבדו בפעילות מלאה.

להלן סיכום הכנסות השוק בין הסעות קבועות להסעות מזדמנות בשנת 2018:

פרמטר	הכנסות (מיליארדי ₪)	סוג לקוח / משך נסיעה	הכנסות (מיליארדי ₪)
הסעות קבועות	2.94	עובדים	1.56
		תלמידים	1.38
הסעות מזדמנות	1.52	חד יומיות	0.88
		רב יומיות	0.64
	4.46		4.46

מהתפלגות ההכנסות מהסעות קבועות לפי סוגי לקוחות עולה כי, תחום ההסעות הקבועות מהסעות עובדים הסתכמו בשנת 2018 בכ- 1.56 מיליארדי שקלים, והיוו נתח כספי של כ- 53% מתחום ההסעות הקבועות. הכנסות תחום ההסעות הקבועות מהסעות תלמידים עמדו בשנה החולפת על כ- 1.38 מיליארדי שקלים. הכנסות אלו התחלקו כמעט שווה בשווה בין הסעות לחינוך רגיל לעומת הסעות לחינוך מיוחד.

מהתפלגות ההכנסות מהסעות מזדמנות לפי סוג הנסיעה עולה כי, בשנת 2016 הסתכמו הכנסות השוק מנסיעות מזדמנות, חד יומיות, בכ- 0.88 מיליארדי שקלים, המהוות נתח כספי של כ- 58% מסך הכנסות תחום ההסעות המזדמנות.

להלן הרכב ההוצאות העיקריות של שחקני השוק מהפעלת רכבים:

פרמטר	שיעור מההוצאות
הוצאות שכר	35%-30%
הוצאות דלק	30%-25%
הוצאות פחת	25%-20%
הוצאות אחזקה	12%-8%
הוצאות ביטוח ורישוי	9%-6%

קיים הבדל בין שיעור ההוצאות מהפעלת אוטובוס גדול לעומת אוטובוס זעיר: באוטובוס גדול מרכיב השכר פחות משמעותי מאשר באוטובוס זעיר, ואילו הוצאות הדלק והפחת תופסות נתח גבוה יותר בקרב אוטובוסים גדולים. הרווח הגולמי הממוצע בשוק מהווה כ- 15%-17% מסך מחזור ההכנסות של החברות הפועלות בו, ואילו הרווח התפעולי הממוצע (לאחר הוצאות פחת) עומד על כ- 5%-7% מההכנסות. נציין כי החרפת התחרות בשנים האחרונות גרמה לשחיקה קלה ברווחיות השוק.

במקרים רבים מקור ההתקשרות בין חברות ההיסעים לבין לקוחות השוק נעשה בהליכי מכרזים. לרוב, זמן ההתקשרות בדרך זו הינו לתקופה של 3-5 שנים. מוערך כי כ- 80% מהנסיעות הקבועות, מקורן בזכייה במכרזים פומביים. ההתקשרות בתחום הסעות תלמידים היא לאחר ביצוע מכרז, וכן חלק לא מבוטל מההתקשרות בתחום הסעות עובדים, מקורו בהליכי מכרז.

פרק 3

דוחות כספיים

דוחות כספיים

בון תור - מאזן

להלן המאזן המאוחד של פעילות ההיסעים(*) לימים 31 בדצמבר 2018-2020 (אלפי ש"ח):

אלפי ש"ח	31.12.2020	31.12.2019	31.12.2018
התחייבויות שוטפות			
הלוואות לזמן קצר וחלויות שוטפות	35,010	49,629	54,615
ספקים ולנותני שירותים	60,244	83,671	80,585
זכאים ויתרות זכות	18,361	12,547	9,570
סה"כ התחייבויות שוטפות	113,615	145,846	144,771
התחייבויות לא שוטפות			
הלוואות לזמן ארוך מבנקים ואחרים	56,699	53,064	63,205
הלוואת בעלים	–	2,000	2,000
זכאים ויתרות זכות לזמן ארוך	1,135	–	–
סה"כ התחייבויות לא שוטפות	57,834	55,064	65,205
זכויות מיעוט	–	630	1,416
הון עצמי	109,673	100,658	102,202
סה"כ התחייבויות והון	281,122	302,199	313,593

אלפי ש"ח	31.12.2020	31.12.2019	31.12.2018
נכסים שוטפים			
מזומנים ושווי מזומנים	52,110	47,989	44,824
לקוחות	32,359	57,082	61,921
חייבים ויתרות חובה	9,659	9,805	8,520
רכוש קבוע המיועד למימוש	3,089	3,175	7,321
סה"כ נכסים שוטפים	97,217	118,051	122,585
נכסים לא שוטפים			
פקדונות מוגבלים בבנקים לז"א	320	–	–
חייבים ויתרות חובה לזמן ארוך	–	197	2,630
השקעות בחברות כלולות ואחרות	83,858	70,980	71,033
נכסים בלתי מוחשיים, נטו	23,837	24,068	24,816
רכוש קבוע נטו	73,843	86,878	90,627
יעודה לפיצויים נטו	2,047	2,025	1,903
סה"כ נכסים לא שוטפים	183,905	184,147	191,008
סה"כ נכסים	281,122	302,198	313,593

(*) הנתונים המוצגים הינם ללא חברת ב.ג. מוטורס אשר הוערכה בנפרד בהערכת השווי הנוכחית.

דוחות כספיים

בון תור – רווח והפסד

להלן דוח רווח והפסד של פעילות ההיסעים(*) לשנים 2018-2020 (אלפי ש"ח):

אלפי ש"ח	2018	2019	2020
הכנסות	315,494	324,253	242,148
צמיחה	-	2.8%	-25.3%
הוצאות הפעלה	(275,468)	(277,071)	(200,831)
% מההכנסות	-87.3%	-85.4%	-82.9%
רווח גולמי	40,026	47,182	41,317
שיעור רווח גולמי	12.69%	14.55%	17.06%
הוצאות מכירה ושיווק	(3,680)	(1,869)	(700)
% מההכנסות	-1.17%	-0.58%	-0.29%
הוצאות הנהלה וכלליות	(22,783)	(22,967)	(18,060)
% מההכנסות	-7.22%	-7.08%	-7.46%
רווח תפעולי	13,563	22,346	22,557
שיעור רווח תפעולי	4.3%	6.89%	9.32%

(*) הנתונים המוצגים הינם ללא חברת ב.ג. מוטורס אשר הוערכה בנפרד בהערכת השווי הנוכחית.

בון תור - ניתוח מאזן

הטבלה להלן מציגה את המאזן הכלכלי המאוחד של פעילות ההיסעים(*) לימים 31 בדצמבר 2018-2020 (אלפי ש"ח):

אלפי ש"ח	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020
הון חוזר	(24,262)	(34,044)	(42,067)
נכסים תפעוליים אחרים	122,763	114,121	100,769
חוב, נטו	(65,917)	(49,769)	(32,887)
חברות מוחזקות	71,033	70,980	83,858
הון עצמי	102,202	100,658	109,673

להלן פירוט הרכב ההון החוזר של פעילות ההיסעים(*) לימים 31 בדצמבר 2018-2020 (אלפי ש"ח):

אלפי ש"ח	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020
לקוחות נטו (**)	63,464	57,081	33,563
ספקים נטו (**)	(79,675)	(82,550)	(60,060)
הון חוזר אחר	(8,051)	(8,575)	(15,569)
סה"כ הון חוזר	(24,262)	(34,044)	(42,067)

(*) הנתונים המוצגים הינם ללא חברת ב.ג. מוטורס אשר הוערכה בנפרד בהערכת השווי הנוכחית.

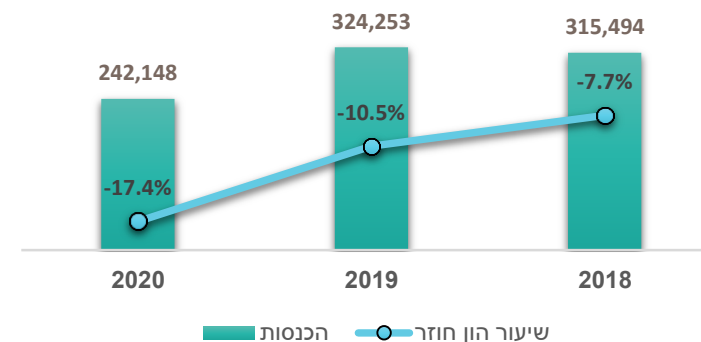
(**) סעיפי הלקוחות והספקים מוצגים בנטו, בניכוי מקדמות מלקוחות ומקדמות לספקים.

ההון החוזר של פעילות ההיסעים ליום ה-31 בדצמבר 2020 הינו שלילי בגובה של כ-42.1 מיליוני ש"ח, כאשר יתרת הלקוחות נטו הסתכמה לכ-33.5 מיליון ש"ח ויתרת הספקים נטו הסתכמה לסך של כ-60 מיליון ש"ח. לאור הירידה בהיקפי הפעילות בשנת 2020, בעקבות המגבלות שהוטלו עקב התפשטות נגיף הקורונה, סעיפי הלקוחות והספקים ליום 31 בדצמבר 2020 ירדו מהרמות הנורמטיביות המייצגות מהלך עסקים רגיל, בניגוד ליתרות ליום 31 בדצמבר 2018-2019.

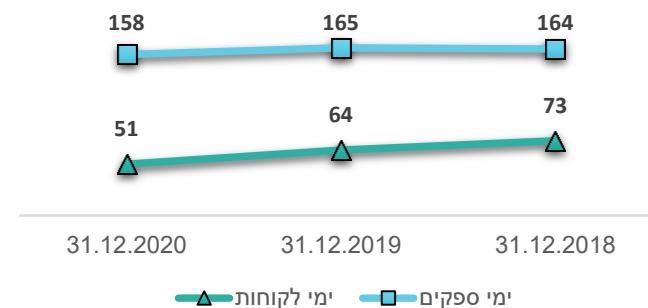
דוחות כספיים

בון תור - ניתוח מאזן - המשך

התרשים להלן מציג את שיעור ההון החוזר מסך ההכנסות של פעילות ההיסעים^(*) (אלפי ש"ח) לשנים 2018-2020:



הטבלה להלן מציגה ימי הלקוחות והספקים של פעילות ההיסעים^(*) לימים 31 בדצמבר 2018-2020 (אלפי ש"ח):



ניתן לראות כי ימי הספקים גבוהים מימי הלקוחות, דבר אשר מוביל להון חוזר שלילי כפי שהוצג לעיל.

(*) הנתונים המוצגים הינם ללא חברת ב.ג. מוטורס אשר הוערכה בנפרד בהערכת השווי הנוכחית.

להלן פירוט הרכב הנכסים התפעוליים של פעילות ההיסעים^(*) לימים 31 בדצמבר 2018-2020 (אלפי ש"ח):

נכסים תפעוליים אחרים	31.12.2020	31.12.2019	31.12.2018
רכוש קבוע המיועד למימוש	3,089	3,175	7,321
נכסים בלתי מוחשיים, נטו	23,837	24,068	24,816
רכוש קבוע נטו	73,843	86,878	90,627
סה"כ נכסים תפעוליים אחרים	100,769	114,121	122,763

כפי שניתן לראות, חלה ירידה הדרגתית בעלות המופחתת של הרכוש הקבוע וזאת בהתאם למחזור חיי האשכולות.

הטבלה להלן מציגה את הרכב ההשקעה של חברת בון תור בחברות המוחזקות על ידה ליום 31 בדצמבר 2020 (אלפי ש"ח):

אלפי ש"ח	31.12.20
פיק פק	269
אייבס	600
טרמינל אקספרס	96
לימו	1,761
לימון ב.ע. שירותי תחבורה בע"מ	99
מ.ז.ל. מוניות לב העיר	120
ש.ב.ש.א. אחזקות בע"מ - הלוואת בעלים	236
שווי חברות מוחזקות	3,181

מרבית ההשקעות מטופלות על ידי החברה בשיטת העלות וחלקן לפי שיטת השווי המאזני.

דוחות כספיים

בון תור - ניתוח מאזן - המשך

הטבלה להלן מציגה את הרכב חוב נטו של פעילות ההיסעים^(*) לימים 31 בדצמבר 2018-2020 (אלפי ש"ח):

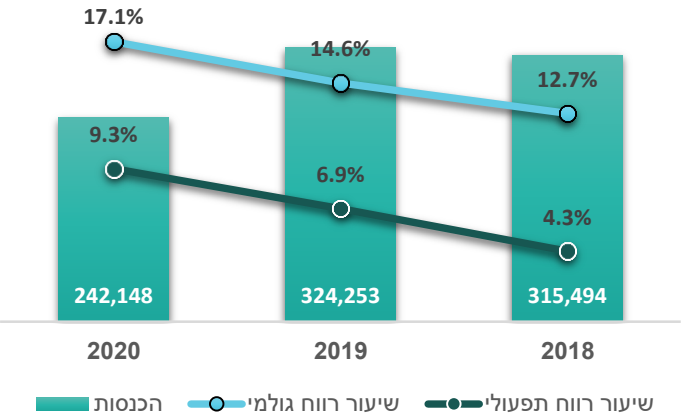
חוב נטו	31.12.2020	31.12.2019	31.12.2018
מזומנים ושווי מזומנים	52,110	47,989	44,824
פקדונות מוגבלים בבנקים לז"א	320	—	—
יעודה לפיצויים נטו	2,047	2,025	1,903
חייבים אחרים	—	2,000	1,000
הלוואות לעובדים	160	351	308
חברות קשורות	6,636	3,940	4,561
פקדונות	2,869	601	247
חייבים לזמן ארוך	—	—	1,000
פקדונות לז"א	637	662	793
הלוואה לחברות קשורות	(3,500)	(2,100)	(2,100)
הלוואות לזמן קצר וחלויות שוטפות	(35,010)	(49,629)	(54,615)
הלוואות לזמן ארוך מבנקים ואחרים	(56,699)	(53,064)	(63,205)
הלוואות בעלים	—	(2,000)	(2,000)
צדדים קשורים	(2,458)	(543)	1,368
סה"כ חוב נטו	(32,887)	(49,769)	(65,917)

(*) הנתונים המוצגים הינם ללא חברת ב.ג. מוטורס אשר הוערכה בנפרד בהערכת השווי הנוכחית.

כפי שניתן לראות, סך החוב נטו של החברה ליום 31 בדצמבר הסתכם לכ-32.9 מיליוני ש"ח, קיטון של כ-16.9 מיליוני ש"ח לעומת 31 בדצמבר 2019. עיקר הסיבה לקיטון נובעת מקיטון בסעיף הלוואות לזמן קצר וחלויות שוטפות של כ-14.6 מיליוני ש"ח.

בון תור - ניתוח רווח והפסד

התרשים להלן מציג את שיעורי הרווח הגולמיים והתפעוליים של פעילות ההיסעים^(*) לשנים 2018-2020:



(*) הנתונים המוצגים הינם ללא חברת ב.ג. מוטורס אשר הוערכה בנפרד בהערכת השווי הנוכחית.

בשנת 2019 סך ההכנסות מפעילות ההיסעים עלו בכ-2.8% לסכום של כ-324.3 מיליון ש"ח. גידול זה נבע בעיקר מזכייה במכרזים משמעותיים תוך הארכת מכרזים קיימים. בשנת 2020, הכנסות החברה ירדו בכ-25.3%, בעיקר לאור ירידה בהיקף הפעילות אשר הינו תוצאה ישירה של משבר הקורונה ומגבלות התנועה שהוטלו בעקבותיו.

החברה הציגה שיפור בשולי הרווח הגולמי בשנת 2019 של 1.9% לעומת שנת 2018 בין היתר בעקבות גידול בהכנסות ושמירה על רמת הוצאות הפעלה ברמה דומה לשנת 2018. דבר זה השפיע לחיוב גם על שולי הרווח התפעולי, אשר השתפרו בנוסף מקיצוץ בהוצאות המכירה והשיווק. בשנת 2020, החברה המשיכה להציג שיפור בשולי הרווח הגולמי והתפעולי, למרות הירידה בהכנסות בתקופה זו, וזאת בעיקר בשל המשך תהליכי שיפור רווחיות החברה מול קבלני המשנה, שיפור רווחיות השכירים על ידי טיוב סידורי עבודה וצמצום המתנות ונסיעות ריקות וכן צמצום עלויות מטה.

דוחות כספיים

בון תור - ניתוח רווח והפסד - המשך

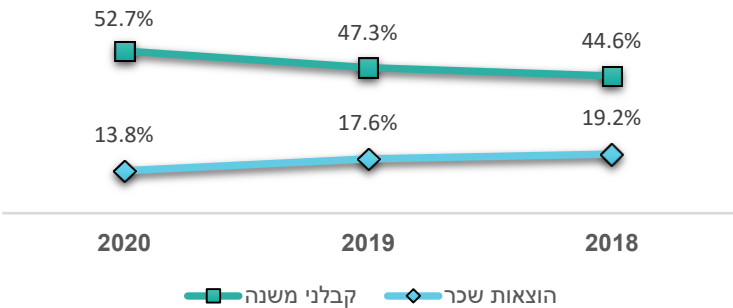
להלן פילוח של הוצאות ההפעלה של פעילות ההיסעים(*) לשנים 2018-2020 (אלפי ש"ח):

אלפי ש"ח	2020	2019	2018
הוצאות שכר	33,377	57,138	60,500
קבלני משנה	127,599	153,485	140,562
הוצאות פחת	15,838	16,874	16,316
אחר	24,017	49,574	58,090
סה"כ הוצאות הפעלה	200,831	277,071	275,468

(*) הנתונים המוצגים הינם ללא חברת ב.ג. מוטורס אשר הוערכה בנפרד בהערכת השווי הנוכחית.

כפי שניתן לראות, תשלומי החברה עבור שכר וקבלני משנה בין השנים 2018-2020 מהווים חלק משמעותי מהוצאות ההפעלה של החברה, כ-76% בממוצע בכל שנה. ההוצאות האחרות של החברה כוללות, בין היתר, עלויות אחזקה וחלפים, עלויות דלק, ביטוחים ועוד.

התרשים להלן מציג את שיעור הוצאות השכר וקבלני משנה של החברה מסך הכנסותיה בכל שנה:



דוחות כספיים

מטרופולין - מאזן

הטבלה להלן מציגה את המאזן של חברת מטרופולין לימים 31 בדצמבר 2018-2019 וכן טיוטת המאזן ליום 31 בדצמבר 2020 (אלפי ש"ח):

אלפי ש"ח	31.12.2020	31.12.2019	31.12.2018
התחייבויות שוטפות			
אשראי לזמן קצר	87,192	69,256	79,250
ספקים ונותני שירותים	71,109	66,913	74,336
זכאים ויתרות זכות	45,379	50,301	32,253
סה"כ התחייבויות שוטפות	203,680	186,470	185,839
התחייבויות שאינן שוטפות			
הלוואות לזמן ארוך מבנקים ואחרים	420,225	438,988	333,361
מיסים נדחים	39,601	39,699	41,391
התחייבות בשל סיום יחסי עובד-מעביד, נטו	3,418	2,681	667
סה"כ התחייבויות שאינן שוטפות	463,244	481,368	375,419
סה"כ התחייבויות	666,924	667,838	561,258
סה"כ הון עצמי	119,192	91,712	93,566
סה"כ התחייבויות והון	786,116	759,550	654,824

אלפי ש"ח	31.12.2020	31.12.2019	31.12.2018
נכסים שוטפים			
מזומנים ושווי מזומנים	115,063	40,441	81,790
לקוחות	92,268	84,609	51,570
חייבים ויתרות חובה	28,046	22,675	23,165
סה"כ נכסים שוטפים	235,377	147,725	156,525
נכסים שאינם שוטפים			
רכוש קבוע נטו	452,106	503,424	388,269
הוצאות נדחות	98,633	108,401	110,030
סה"כ נכסים שאינם שוטפים	550,739	611,825	498,299
סה"כ נכסים	786,116	759,550	654,824

הדוחות הכספיים של חברת מטרופולין מוצגים בהתאם לכללי חשבונאות מקובלים בישראל - Israeli GAAP.

דוחות כספיים

מטרופולין – רווח והפסד

להלן תוצאות הפעילות של חברת מטרופולין לשנים 2018-2020 (אלפי ש"ח):

אלפי ש"ח	2020	2019	2018
הכנסות	722,182	713,399	534,953
צמיחה	1.23%	33.36%	29.35%
הוצאות תפעול ואחזקה	(626,404)	(639,920)	(466,066)
רווח גולמי	95,778	73,479	68,887
שיעור רווח גולמי	13.26%	10.30%	12.9%
הוצאות הנהלה וכלליות	(46,835)	(39,012)	(35,160)
% מהכנסות	-6.5%	-5.5%	-6.6%
הוצאות אחרות	(808)	(7,179)	(111)
רווח תפעולי	48,135	27,288	33,616
שיעור רווח תפעולי	6.67%	3.83%	6.3%

מטרופולין - ניתוח מאזן

הטבלה להלן מציגה את המאזן הכלכלי של חברת מטרופולין לימים 31 בדצמבר 2018-2020 (אלפי ש"ח):

מאזן כלכלי	31.12.2020	31.12.2019	31.12.2018
הון חוזר	3,975	(9,661)	(28,066)
נכסים תפעוליים אחרים	511,138	572,126	456,908
חוב נטו	(395,921)	(470,753)	(335,276)
הון עצמי	119,192	91,712	93,566

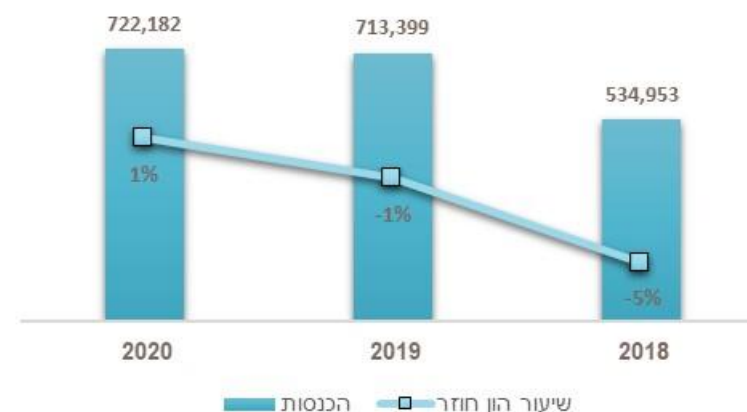
הטבלה להלן מציגה את הרכב ההון החוזר של חברת מטרופולין לימים 31 בדצמבר 2018-2020 (אלפי ש"ח):

אלפי ש"ח	31.12.2020	31.12.2019	31.12.2018
לקוחות, נטו	105,498	95,388	42,009
ספקים, נטו	(71,071)	(66,773)	(51,012)
חייבים ויתרות חובה, נטו	14,778	11,756	13,036
זכאים ויתרות זכות, נטו	(45,230)	(50,032)	(32,099)
סה"כ הון חוזר	3,975	(9,661)	(28,066)

דוחות כספיים

מטרופולין – ניתוח מאזן - המשך

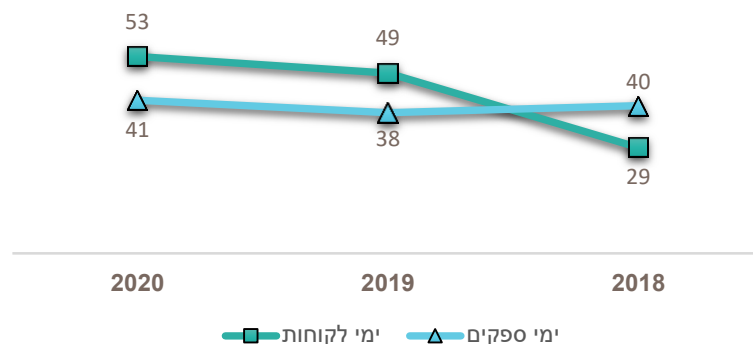
התרשים להלן מציג את שיעור ההון החוזר מתוך סך ההכנסות של מטרופולין בשנים 2018-2020 (אלפי ש"ח):



כפי שניתן לראות, בשנת 2018 הציגה החברה שיעור הון חוזר שלילי של כ-5%, בעיקר בעקבות התחייבויות תפעוליות משמעותיות אשר מימנו חלק מפעילותה. בשנת 2019, שיעור ההון החוזר של החברה עלה עקב כניסה לפעילות של תתי-אשכולות חדשים באשכול שרון-חולון בינואר וביוני 2019, אשר גרם לגידול בסעיף הלקוחות והקטין את ההון החוזר של החברה.

העלייה בהון החוזר המשיכה גם בשנת 2020, כאשר ההון החוזר היה חיובי, אשר נבע, בין היתר, כתוצאה משנת פעילות מלאה לראשונה של אשכול שרון-חולון.

התרשים להלן מציג את ימי ההון החוזר של מטרופולין בשנים 2018-2020:



העלייה במספר ימי הלקוחות בצורה חדה בשנת 2019 נובעת מהתחלת הפעימה השלישית של אשכול שח"מ ביולי 2019, אשר השפיעה בצורה מלאה על הסעיף המאזני אך בצורה חלקית על הסעיף התוצאתי. כאמור, בשנת 2020 אשכול שרון-חולון פעל בשנה מלאה, על כן, ניתן לראות כי לא חלו שינויים משמעותיים בימי הלקוחות בין שנת 2019 לשנת 2020, כאשר ימי הלקוחות בשנת 2020 עמדו על 53 ימים. ימי הספקים של החברה נותרו יציבים בין השנים 2018-2020, כאשר ימים אלו נעים בין 38-41 ימים.

דוחות כספיים

מטרופולין – ניתוח מאזן - המשך

הטבלה להלן מציגה את העלות המופחתת של הנכסים התפעוליים האחרים בחברת מטרופולין לימים 31 בדצמבר 2018-2020 (אלפי ש"ח):

אלפי ש"ח	31.12.2020	31.12.2019	31.12.2018
רכוש קבוע נטו	452,106	503,424	388,269
עתודה למס (המיוחסת להפרשי ערך פחת של ר"ק)	(39,601)	(39,699)	(41,391)
אחר	98,633	108,401	110,030
סה"כ נכסים תפעוליים אחרים	511,138	572,126	456,908

עתודה למס המיוחסת להפרשי ערך פחת ר"ק – עיקר יתרת העתודה למס שיוצרת החברה הנה בגין הפרשי ערך הפחת של הרכוש הקבוע מול מס הכנסה: מס הכנסה מעניק פחת מואץ בגובה של 20% ממחיר הקרן בכל שנה, בעוד החברה מפחיתה את צי האוטובוסים שלה בשיעור שנתי של 7%-13%.

דמי זיכיון וייזום – תשלומים שבוצעו בגין דמי זיכיון ובגין דמי ייזום. על פי הנהלת מטרופולין, במסגרת הגשת ההצעה למכרז שרון-חולון, הוחלט כי החברה תשלם למשרד התחבורה תמלוגים ("דמי זיכיון") בסך של כ- 80 מיליון ש"ח; הוצאות אלו מופחתות החל מיום 1 בינואר 2019 ועל פני תקופת הזיכיון.

הטבלה להלן מציגה את הרכב החוב נטו של חברת מטרופולין לימים 31 בדצמבר 2018-2020 (אלפי ש"ח):

אלפי ש"ח	31.12.2020	31.12.2019	31.12.2018
מזומנים ושווי מזומנים	115,063	40,441	81,790
הכנסות לקבל הסדרה	–	–	18,746
מע"מ	–	–	634
אשראי לזמן קצר	(87,192)	(69,256)	(79,250)
הלוואות לזמן ארוך מבנקים ואחרים	(420,225)	(438,988)	(333,361)
התחייבות בשל סיום יחסי עובד-מעביד, נטו	(3,418)	(2,681)	(667)
יתרות חוב	–	–	(23,026)
זכאים שונים	(149)	(273)	(142)
מוסדות	–	4	–
סה"כ חוב נטו	(395,921)	(470,753)	(335,276)

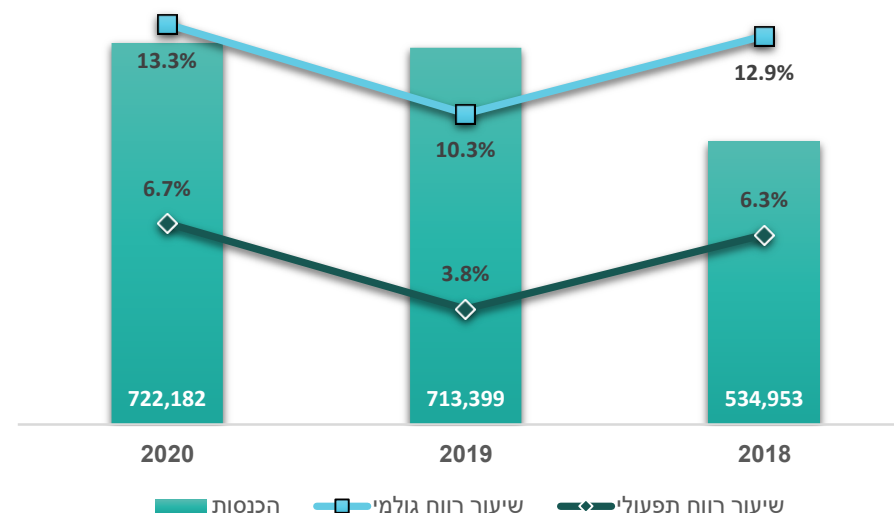
כפי שניתן לראות, החוב נטו של מטרופולין הסתכם לכ-395.9 מיליון ש"ח, לעומת כ-470.7 מיליון ש"ח בשנת 2019, ירידה של כ-75 מיליון ש"ח. הירידה בחוב נטו של החברה נובעת ברובה המוחלט מגידול בסעיף המזומנים ושווי מזומנים, אשר גדל לאור החלטת אי חלוקת דיבידנדים בחברה, עד לתאריך המאזן. ההלוואות לזמן ארוך בשנת 2019 גדלו בצורה משמעותית, וזאת לצרכי מימון רכישות האוטובוסים, וכן לצורך תשלום דמי הזיכיון שצוינו לעיל.

בעת הפעלת אשכולות חדשים, מטרופולין נשענת על מינוף גבוה מאוד, לאור צרכי מימון האוטובוסים כאמור, אשר הביא את החברה ליחס הון עצמי למאזן של כ-14.3% וכ-12.1% בשנים 2018 ו-2019, בהתאמה. למרות זאת, עם התקדמות הפעלת האשכולות ותשלומי המימון, יחס ההון העצמי למאזן צפוי להשתפר, כאשר ליום 31 בדצמבר 2020, יחס זה עמד על כ-15.2%.

דוחות כספיים

מטרופולין – ניתוח רווח והפסד

התרשים להלן מציג את הכנסות חברת מטרופולין (אלפי ש"ח), ומתכן את שיעורי הרווח הגולמי והתפעולי של החברה לשנים 2018-2020:



כפי שניתן לראות, הכנסות החברה בשנת 2019 גדלו בכ-33.4% והסתכמו לכ-713.4 מיליוני ש"ח. בשנת 2020, הכנסות החברה הסתכמו לכ-722.2 מיליוני ש"ח, גידול של כ-1.2% לעומת 2019. למרות מגבלות התנועה המחמירות שהוטלו בשנת 2020 עקב התפרצות נגיף הקורונה, הכנסות החברה לא נפגעו בשנה זו, וזאת לאור השגת הסכמות עם משרדי התחבורה והאוצר לפורום חברות התחבורה הציבורית הפרטיות, בו חברה מטרופולין, לטובת מענה להשפעות אירוע הקורונה על חברות התחבורה הציבורית ובעיקר לפצות על הירידה בתמריץ הולידציות עקב הירידה החדה במספר הנוסעים בתחבורה הציבורית.

להלן פילוח של הוצאות ההפעלה של חברת מטרופולין לשנים 2018-2020 (אלפי ש"ח):

אלפי ש"ח	2020	2019	2018
שכר עבודה ונלוות	266,887	278,030	187,764
דלק	101,865	118,608	93,678
פחת והפחתות	93,971	82,833	64,207
אחר	163,681	160,448	120,417
סה"כ הוצאות הפעלה	626,404	639,920	466,066

ההוצאה התפעולית המשמעותית ביותר עבור החברה הינה עלויות שכר, המהווה בממוצע כ-42% מהוצאות ההפעלה בשנים 2018-2020. כפי שניתן לראות, הוצאות השכר ירדו בשנת 2020 לעומת שנת 2019 וזאת כחלק מצעדי התייעלות תפעולית שביצעה החברה. הוצאה תפעולית עיקרית נוספת הינה הוצאות דלק, אשר היוותה כ-19.5% בממוצע בשנים 2018-2019 מסך ההוצאות, אולם עמדה על כ-16.5% בלבד מסך ההוצאות בשנת 2020 וזאת בעקבות ירידה בפעילות עקב משבר הקורונה וירידת מחיר הסולר.

יתר הוצאות הינן הוצאות פחת והפחתות (כ-14% בממוצע) והוצאות תפעול אחרות, המהוות כ-25.7% בממוצע, וכוללות בין היתר הוצאות ביטוח, אחזקה, שכריות ועוד.

פרק 4 מתודולוגיה

מתודולוגיה

שיטות הערכת שווי מקובלות

קיימות מספר שיטות מקובלות להערכת שווי כלכלי של עסקים וחברות:

- שיטת השווי הנכסי;
- שיטת ההשוואה לעסקאות דומות (שימוש במכפילים);
- שיטת הדיסקונט (DCF Method).

שיטת השווי הנכסי

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

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

מתודולוגיה

שיטת ההשוואה לעסקאות דומות

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

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

שלב ההערכה בשיטת ההשוואה לעסקאות דומות הינם:

1. איתור עסקאות המתייחסות לעסקים בעלי מאפיינים תפעוליים הדומים לעסק נשוא ההערכה;
2. מציאת בסיס נאות להשוואת גודלם היחסי של העסקים הדומים והעסק נשוא הערכה;
3. חישוב מכפיל ממוצע של העסקאות הדומות והשוואת השווי של העסק נשוא ההערכה על-ידי שימוש במכפיל זה.

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

שיטת המכפיל

בשיטת המכפיל מוערך העסק על בסיס היחס הממוצע בענף בו הוא פועל בין שווי השוק או שווי הפעילות לבין פרמטר חשבונאי ו/או תפעולי נבחר. הפרמטרים המקובלים כוללים את הרווח הנקי, הרווח התפעולי, EBITDA, מכירות, ההון העצמי, שטח מסחר נטו ומספר עובדים. היחס הממוצע בענף בין שווי השוק לפרמטר החשבונאי ו/או התפעולי הרלבנטי מכונה "מכפיל".

השיטה טובה בעיקר לקבלת אומדן כללי ראשוני לגבי שווי העסק אך לא להערכה מדויקת. יתרונה של השיטה נעוץ בפשטותה ובמהירותה, יחסית לשיטות אחרות. החיסרון העיקרי של שיטה זו נעוץ בעובדה שהיא אינה לוקחת בחשבון שורה של גורמים העשויים להשפיע על השווי הספציפי של העסק. בשונה מעסקים "דומים" באותו תחום. כגון: שיעור צמיחה שונה, מבנה הון שונה וכדומה. חסרון נוסף נובע מן העובדה שבמרבית המקרים קיים תחום רחב של מכפילים, אשר מיצעו אינו מביא בהכרח לתוצאה נכונה.

מתודולוגיה

שיטת היוון תזרים מזומנים (Discounted cash flow)

שיטת היוון זרמי המזומנים מבוססת על הערכת יכולתו של העסק להפיק מזומנים. בהתאם לכך, מוערך שווי העסק באמצעות היוון זרמי המזומנים, אשר צפוי כי יפיק בעתיד. זרמי המזומנים העתידיים מהוונים במחיר הון המשקף את הסיכון הגלום בפעילות העסק, ומבטא את התשואה אשר משקיע היה מצפה לקבל מעסק בעל סיכון דומה.

שיטת היוון זרמי המזומנים הינה השיטה המקובלת ובעלת הבסיס התיאורטי המוצק ביותר. לצורך שימוש בשיטה זו יש לבנות מודל פיננסי, אשר יחזה את המכירות, עלות המכירות, הוצאות ההנהלה והמכירה, המסים וההשקעות, וזאת לצורך גזירת תזרים המזומנים החזוי.

יתרונה העיקרי של השיטה נובע מהתאמתה לעסק הספציפי והתייחסותה לגורמים ייחודיים בעסק נשוא ההערכה. מאפיין זה מביא לרמת דיוק גבוהה יחסית.

חסרונותיה של השיטה טמונים בקושי לחזות את ההכנסות, ההוצאות וההשקעות העתידיות הרלבנטיות, ולקבוע את מחיר ההון המתאים.

מתודולוגיה

קביעת מחיר ההון המשוקלל

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

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

הנוסחה לקביעת מחיר ההון המשוקלל של החברה הינה:

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

מחיר ההון המשוקלל של החברה מורכב מעלות ההון של החברה, קרי עלות החוב ומחיר ההון העצמי. העלות החיצונית מוכרת לצורכי מס, כך שהעלות האפקטיבית נמוכה יותר בגלל זיכוי המס.

להלן פירוט המשתנים המשמשים לחישוב מחיר ההון המשוקלל של החברה:

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

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

T – שיעור מס חברות של החברה.

עלות ההון הזר (Kd) – הינה מחיר האשראי שבעלי החברה היו משלמים בגין חובותיהן החיצוניים הנאמדים באמצעות שיעורי הריבית האפקטיבית על התחייבויותיהן של החברה. עלות המימון מוכרת לצורכי מס ולכן העלות נטו הינה לאחר ניכוי מס.

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

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

כאשר:

ריבית חסרת סיכון (Rf) – זוהי תשואת המינימום הנדרשת על ידי משקיע בגין השקעה "חסרת סיכון". שיעור הריבית חסרת הסיכון שנבחרה לחברה מבוססת על שיעור הריבית חסרת הסיכון הנומינלי בישראל, ממערכת מרווח הוגן, ליום 31 בדצמבר, 2020.

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

מתודולוגיה

קביעת מחיר ההון המשוקלל (המשך)

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

פרמיית הסיכון שנבחרה לחברה הינה פרמיית הסיכון של ישראל ע"פ Damodaran מחודש ינואר 2021.

פרמיית גודל (SCP) ופרמיית סיכון ספציפי (SRP) - למחיר ההון העצמי ניתן להוסיף פרמיה המשקפת את עודף הסיכון בהשקעות בפעילויות קטנות וכן פרמיית סיכון ספציפית המשקפת את מכלול הסיכונים המגולמים בפעילות והכוללים בעיקר, אך לא רק, את מכלול סיכוני השוק, האיומים והחולשות אשר החברה תיאלץ להתמודד עימם לצורך מימוש המודל העסקי והתחזיות.

פרמיית הגודל של החברה נקבעה על פי פרסום Duff&Phelps משנת 2020 וכן לפי שיקול דעת מקצועי שהפעלנו. נציין כי, פרמית הגודל של כל חברה נבחנת בפני עצמה וכן בחברות פרויקטליות נהוגה פרמית גודל נמוכה יותר מאשר חברות שאינן פרויקטליות.

נדגיש כי בהערכת שווי זו הערכנו שתי פעילויות שונות לחלוטין, פעילות ההיסעים ופעילות מטרופולין. כל פעילות הוערכה בצורה נפרדת, עם פרמטרים ושיקולים שונים לחלוטין.

מתודולוגיה

קביעת מחיר ההון המשוקלל (המשך)

שיעור ההיוון לפעילות ההיסעים נאמד בכ- 10.25% בהתבסס על מודל WACC ובהתבסס על הפרמטרים הבאים:

פרמטרים	סימון	ערך נומינלי	מקור
שיעור חוב	$D/(E+D)$	23.5%	לפי שיעור המינוף הממוצע של סקטור Transportation, דמודראן, ינואר 2021
שיעור הון	$E/(E+D)$	76.5%	לפי שיעור המינוף הממוצע של סקטור Transportation, דמודראן, ינואר 2021
מחיר הון זר	Kd	3.3%	מחיר חוב לטווח ארוך ממטריצת מרווח הוגן נומינלית ליום 31 בדצמבר, 2020, לתקופה של 15 שנים
שיעור המס	1-t	77.0%	על פי שיעור המס בישראל, 23%
ריבית חסרת סיכון	Rf	1.37%	ריבית חסרת סיכון נומינלית בישראל, 31 בדצמבר, 2020, לתקופה של 15 שנים
פרמיית הסיכון של השוק	Rm-Rf	5.31%	פרמיית הסיכון של ישראל, דמודראן, ינואר 2021
ביטא	Beta	0.87	לפי בטא של סקטור Transportation, דמודראן, ינואר 2021
פרמיית גודל	SCP	4.99%	Duff& Phelps 2020 ושיקול דעתנו
פרמיית סיכון ספציפית	SRP	1.50%	פרמיה ספציפית בהתאם לנסיגנו
מחיר ההון העצמי	Ke	12.5%	$Rf + \beta * (Rm - Rf) + SCP + SRP$
מחיר הון ממוצע משוקלל לאחר מכ	WACC	10.25%	$(D/V) * (1-T) * Kd + (E/V) * Ke$

מתודולוגיה

קביעת מחיר ההון המשוקלל (המשך)

שיעור ההיוון למטרופולין נאמד בכ-6% בהתבסס על מודל WACC ובהתבסס על הפרמטרים הבאים:

פרמטרים	סימון	ערך נומינלי	מקור
חוב (%)	$D/(E+D)$	60.0%	לפי שיעור החוב המייצג של חברת מטרופולין
שווי הון (%)	$E/(E+D)$	40.0%	לפי שיעור החוב המייצג של חברת מטרופולין
מחיר הון זר	Kd	2.4%	מחיר חוב לטווח ארוך ממטריצת מרווח הוגן נומינלית ליום 31 בדצמבר 2020, לתקופה של 5.25 שנים בהתאם למח"מ המשוקלל של אשכולות מטרופולין הקיימים
שיעור המס	1-t	77.0%	על פי שיעור המס בישראל, 23%
ריבית חסרת סיכון	Rf	0.5%	ריבית חסרת סיכון נומינלית בישראל, 31 בדצמבר 2020, לתקופה של 5.25 שנים בהתאם למח"מ המשוקלל של אשכולות מטרופולין הקיימים
פרמיית הסיכון של השוק	Rm-Rf	5.31%	פרמיית הסיכון של ישראל, דמודארן, ינואר 2021
ביטא	Beta	0.98	לפי בטא של סקטור Utility (General), דמודארן, ינואר 2021
פרמיית גודל	SCP	3.16%	Duff & Phelps 2020 ושיקול דעתנו
פרמיית סיכון ספציפית	SRP	3.00%	פרמיה ספציפית בהתאם לנסיגנו
מחיר ההון העצמי	Ke	11.9%	$Rf + \beta * (Rm - Rf) + SCP + SRP$
מחיר הון ממוצע משוקלל לאחר מס	WACC	6.00%	$(D/V) * (1-T) * Kd + (E/V) * Ke$

כאמור, הביטא המייצגת לחברת מטרופולין נלקחה מהביטא של סקטור ה- General Utility. לדעתנו, סקטור זה משקף בצורה הטובה ביותר את הסיכונים שבמטרופולין. המכנה המשותף של חברות המשיכות לסקטור זה הן לרוב פועלות כשלוחה של המדינה בנתינת שירות מסוים, בין אם כחברה ממשלתית ובין אם כחברה מהמגזר הפרטי אשר קיבלה זיכיון מהמדינה לספק את השירות הדרוש. השירות או התשתית שאותן חברות מספקות הוא לרוב ניתן לציבור הרחב בדרך של בלעדיות באזור מסוים או בשירות מסוים, דבר אשר מקטין בצורה משמעותית את סיכוני הביקוש ביחס לחברה שפועלת בשוק חופשי.

פרק 5

הערכת השווי

הערכת השווי

הנחות כלליות - מטרופולין

שנות התחזית – מייצגות את התקופה החל מ- 31 בדצמבר, 2020 ועד חודש יולי 2032 וכן שנה מייצגת (להלן: "שנות התחזית").

בניית תזרים מזומנים חזוי בשנות התחזית – תזרים המזומנים החזוי לשנות התחזית הוערך על ידנו, בהתבסס על המודלים הפיננסיים והתקציבים של אשכולות מטרופולין (הנגב, השרון והשרון-חולון), בהתאם לנמסר לנו מהנהלת החברה המודלים מעודכנים ליום ה- 31 בדצמבר, 2020.

תחזית נומינלית – תזרים המזומנים בשנות התחזית מוצג בערכים נומינליים. משכך, שיעור ההיוון הינו בערכים נומינליים.

תזרים מצרפי – תזרים המזומנים נבנה כאיחוד מצרפי של שלושת האשכולות השונים של מטרופולין. הנחת העבודה הינה כי בשלושת המכרזים המדינה תממש את הארכת הסכם ההפעלה באשכולות הרלוונטיים כך שבסך הכל יופעל כל אשכול במשך 12 שנים מרגע התחלת הפעלתו וזאת לאור ניסיון העבר של 100% חידושים וכן בהתאם להערכת הנהלת החברה הסיכוי לאי-חידוש הינו נמוך. כמו כן, בעת סיום הפעלת אשכול מסוים מתבצע מימוש של מצבת האוטובוסים הנוטרת וכן יתרות ההון החוזר נפרעות.

מעבר לאמור לעיל, ובהתאם לאומדן הנהלת החברה המתבסס על ניסיון העבר בחברה ובענף ישנה סבירות גבוהה שהמכרזים ימשיכו לשנה 13 בהתאם לזכות המדינה להאריך את המכרז בשנה נוספת. התזרים המצרפי כולל את התרומה של שנה 13 עבור כל אחד מהאשכולות, למעט אשכול שרון, אשר הונח שלא יוארך לאור העובדה שמועד סיום האשכול מתקרב וטרם התקבלה הודעה על הארכת הזיכיון.

שיעור מס - שיעור המס שנלקח בחשבון הינו שיעור מס החברות בישראל, 23%.

המודלים הפיננסיים של החברה, של כל אשכול בנפרד, שעליהם הסתמכנו, מבוססים על מספר הנחות יסוד.

מצד ההכנסות – ההכנסות נקבעות בעיקר כפונקציה של מפת הק"מ הבסיסי בהתאם לתנאי המכרז כפול התעריף לק"מ- כפי שנקבע במכרז. הכנסות נוספות כוללות נסיעות מעבר לק"מ הבסיסי, שעליהן חל תעריף נמוך יותר (65% מהמחיר הרגיל לק"מ, מעבר ל-25% ממפת הבסיס יעלה ל-100% מהמחיר הרגיל לק"מ) וכן הכנסות מתמריצים שונים כגון הכנסות מתמריצי ואלידציות, מענקים בגין החלפת אוטובוסים ועוד. עיקר הכנסות החברה באשכולות השונים (כ-90%) נובעים מהוצאות ההפעלה השוטפות של החברה וזאת בהתאם לתנאי המכרזים שסוכמו מול המדינה, יתר ההכנסות הנובעות מהתמריצים השונים עומדות על כ-10%, יחס זה נשמר לאורך שנות התחזית. ההכנסות כאמור נחזו בהתאם למודלים הפיננסיים של החברה.

מצד ההוצאות – עיקר ההוצאות של החברה כוללות עלויות כח אדם (בעיקר שכר נהגים), דלק ופחת בגין האוטובוסים. הוצאות נוספות כוללות הוצאות אחזקת אוטובוסים שוטפת (אשר מתייקרות ככל והאוטובוס ישן ובעל קילומטראז' רב יותר), ביטוח, רישוי אוטובוסים ועוד.

הערכת השווי

רווח תפעולי

הטבלה להלן מציגה את תחזית הרווח התפעולי של מטרופולין לשנות התחזית (אלפי ש"ח):

אלפי ש"ח	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	Terminal
הכנסות	809,087	857,363	594,348	617,524	641,578	666,913	374,969	392,129	409,040	426,604	361,142	74,806	–
% צמיחה	5.97%	-30.68%	3.90%	3.90%	3.95%	-43.78%	4.58%	4.31%	4.29%	-15.34%	-79.29%		
הוצאות תפעול	(692,207)	(722,901)	(512,059)	(537,394)	(561,174)	(586,207)	(337,087)	(349,169)	(354,769)	(367,725)	(309,721)	(63,104)	–
% מההכנסות	-85.55%	-84.32%	-86.15%	-87.02%	-87.47%	-87.90%	-89.90%	-89.04%	-86.73%	-86.20%	-85.76%	-84.36%	
רווח גולמי	116,880	134,463	82,289	80,130	80,404	80,706	37,882	42,960	54,270	58,878	51,420	11,702	–
% רווח גולמי	14.45%	15.68%	13.85%	12.98%	12.53%	12.10%	10.10%	10.96%	13.27%	13.80%	14.24%	15.64%	
הוצאות הנהלה וכלליות	(53,310)	(53,658)	(42,084)	(42,496)	(42,716)	(42,937)	(30,422)	(30,560)	(30,706)	(30,854)	(21,310)	(6,072)	–
% מההכנסות	-6.59%	-6.26%	-7.08%	-6.88%	-6.66%	-6.44%	-8.11%	-7.79%	-7.51%	-7.23%	-5.90%	-8.12%	
רווח תפעולי	63,570	80,805	40,205	37,634	37,688	37,769	7,460	12,400	23,565	28,025	30,110	5,630	–
% רווח תפעולי	7.86%	9.42%	6.76%	6.09%	5.87%	5.66%	1.99%	3.16%	5.76%	6.57%	8.34%	7.53%	

הוצאות תפעול ואחזקה – הוצאות אלו מורכבות בעיקר מהוצאות בגין שכר נהגים, רכישת דלק, עלויות אחזקה ותחזוקה וכן הוצאות פחת בגין מצבת הרכבים של החברה. תחזית הוצאות אלו בוצעה בהתאם למודלים הפיננסיים של החברה. להלן פירוט בקשר להוצאות העיקריות של החברה:

הוצאות הדלק של החברה (בעיקר סולר ובניכוי הישבון) משתנה מידי חודש בהתאם למחירי הסולר בשוק אשר משתנה בעיקר בהתאם למחירי הנפט. במודל הפיננסי, מחיר הסולר נקבע לפי תעריף הסולר בפועל בחודש האחרון המדיד. הונח כי מחיר זה יישאר קבוע לאורך המודל הפיננסי. כמו כן, הונח כי ההישבון (החזרי סולר שהחברה מקבלת) ילך ויקטן עם השנים עד לאיפוסו וזאת בהתאם להוראות החוק ולפיכך מחירי הדלק האפקטיביים של החברה צפויים לגדול. נציין כי גידול במחירי הדלקים צפוי מצד אחד להגדיל את הוצאות החברה, אך מנגד, צפוי גם להגדיל את הכנסותיה לאור העובדה שחלק ניכר מההכנסות (25% במודל הנגב לדוגמה) צמוד למדד הדלקים. בהתאם להנהלת החברה, לאור המנגנון אשר צויין לעיל, ישנה אדישות כלפי מחירי הדלק מאחר וההשפעות מקצות. יחד עם זאת, באחד האשכולות ורק בו, עליה במחיר הדלק גוררת עליה בהכנסות מעט יותר מההוצאות ולפיכך עליה בו גוררת רווח עבור החברה. לאור האמור הפחתת ההישבון הצפוי כפי שתואר לעיל צפויה להטיב עם החברה בסכומים לא מהותיים.

הוצאות כח האדם של החברה מורכבות בעיקרן מהוצאות שכר הנהגים. החברה שומרת על יחס של כ-1.5 נהגים לאוטובוס תחת האשכולות על מנת לתמוך בכמות הנסיעות הנדרשת. יחס זה היה בעבר וצפוי גם להימשך בעתיד.

יחס נוסף אשר משפיע הן על עלויות הדלק והן על עלויות כוח האדם הינו יחס ק"מ "ברוטו-נטו" אשר מודד את היחס בין ק"מ שירות (אשר ניתן לחייב בגינו) לבין ק"מ של נסיעות ריקות (כגון נסיעות לתחנה הראשונה, נסיעות למוסך וכיוצ"ב). לדברי הנהלת החברה, יחס זה נקבע בהתאם לתוצאות בפועל של החברה לשנה האחרונה, וכן הוא צפוי להמשיך גם בעתיד. בנוסף, הוצאה נוספת אשר משפיעה על תוצאותיה של מטרופולין הינה הוצאות ביטוח המהוות בממוצע כ-5% מהוצאות התפעול של החברה, הוצאות אלו מתייקרות ככל שהאוטובוסים מתיישנים וצוברים קילומטראז' ופוחתות כאשר מחדשים את הצי, עלייה בעלויות הביטוח עשויה להשפיע על תוצאותיה של מטרופולין, עם זאת, בהתאם להסדר הענפי שנחתם, המדינה הוסיפה סל הצמדות למדד הביטוחים על מנת לפצות את המפעילים על עליה במחיר באם תחול.

הוצאות הנהלה וכלליות – הוצאות אלו כוללות בעיקר הוצאות שכר של תפקידים שונים כגון: עובדי מטה, שירות, מפקחים ועוד. תחזית הוצאות אלו בוצעה בהתאם למודלים הפיננסיים של החברה.

הערכת השווי

תזרים תפעולי

הטבלה להלן מציגה את תחזית התזרים התפעולי לשנות התחזית (אלפי ש"ח):

אלפי ש"ח	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	Terminal
רווח תפעולי	63,570	80,805	40,205	37,634	37,688	37,769	7,460	12,400	23,565	28,025	30,110	5,630	–
% רווח תפעולי	7.86%	9.42%	6.76%	6.09%	5.87%	5.66%	1.99%	3.16%	5.76%	6.57%	8.34%	7.53%	–
הוצאות מס	(14,621)	(18,585)	(9,247)	(8,656)	(8,668)	(8,687)	(1,716)	(2,852)	(5,420)	(6,446)	(6,925)	(1,295)	–
רווח לאחר מס	48,949	62,219	30,958	28,979	29,020	29,082	5,744	9,548	18,145	21,579	23,185	4,335	–
התאמות:													
שינוי בהון חוזר	753	(1,878)	3,300	782	413	433	1,266	(481)	(1,476)	(399)	(57)	1,319	–
פחת	105,966	106,442	58,144	57,726	57,831	58,295	42,958	41,571	39,510	37,552	23,845	4,869	–
CapEx	(6,731)	8,975	(13,862)	(7,850)	(23,338)	4,898	(35,054)	(70,616)	(58,809)	(6,761)	62,705	32,697	–
סה"כ התאמות	99,988	113,539	47,582	50,658	34,906	63,626	9,170	(29,526)	(20,775)	30,392	86,493	38,885	–
שווי תוספתי מכרזים חדשים	–	–	2,360	–	–	2,467	–	–	–	–	2,658	–	568
תזרים להיוון	148,937	175,758	80,900	79,636	63,926	95,176	14,914	(19,978)	(2,630)	51,971	112,336	43,220	568

CapEx – כחלק מתנאי ההתמודדות במכרזים בארץ, ישנן הגבלות על גילאי האוטובוסים אשר נעשה בהם שימוש באותו אשכול וכן הגבלות על כמות הקילומטראז' שאוטובוס באשכול יכול לעבור. לכן מטרופולין נדרשת להשקיע באופן שוטף ברכישת אוטובוסים חדשים וכן אחת לכמה שנים מטעמי חיסכון בעלויות תפעוליות לבצע החלפה משמעותית של אוטובוסים, כמו ההחלפה המשמעותית של אוטובוסים שביצעה החברה באשכול הנגב בשנת 2019. ההשקעות הנדרשות לאורך המודל מבוססות על מחירי האוטובוסים השונים היום בתוספת אינפלציה. נדגיש כי שינוי במחיר האוטובוסים במידה ויחול אינו משפיע בצורה מהותית על שווי החברה.

הוצאות פחת – הוצאות הפחת בגין האוטובוסים מבוססות על לוח סילוקין מדויק בהתאם לתחזית ההשקעות של החברה, בה נקבעים כמות האוטובוסים העירוניים וכן הביעירוניים (ישנם הבדלים בפחת ובגרט על פי סוג האוטובוס) שיש לרכוש על פי יתרות הקילומטראז' של כל אוטובוס וכן גילו וזאת על מנת לעמוד בתנאי המכרז. שיקול נוסף להחלפת האוטובוסים הינו העובדה כי הוצאות התחזוקה של האוטובוסים מתייקרות ככל שגילו והקילומטראז' עולה. כמו כן, החברה זכאית לפחת מואץ בגין האוטובוסים ועל כן המודלים לוקחים בחשבון את הקיזוז בין הפחת החשבונאי לפחת המיסוי ונותנים ביטוי לרווח ההון הנוצר בעת מימוש האוטובוסים בעקבות הפרשי פחת אלו. הוצאות הפחת נחזו בהתאם למודלים הפיננסיים של מטרופולין.

שינויים בהון חוזר – יתרות ההון החוזר של מטרופולין נחזו בנפרד על פי ימי ההון החוזר הממוצעים בתקופות שנבחנו. הימים הבאים הונחו במודל:

- ימי ספקים – 40 ימים;
- ימי לקוחות – 51 ימים;
- הון חוזר אחר – 5% מהוצאות הפעלה.

הערכת השווי

תזרים תפעולי (המשך)

שווי תוספתי ושנה טרמינלית - לאורך שנות התחזית הונח כי בעת סיום חוזה של אשכול מסוים תוכל מטרופולין לחדש / להשיג אשכול נוסף בשווי תוספתי. השווי התוספתי חושב על פי שיעור התשואה להון של מטרופולין המתאים לשיעור ההיוון. השווי התוספתי נובע מהעובדה כי ישנו פער בין שיעור התשואה להון אותה השיגה מטרופולין לבין השיעור התשואה להון המתאים לסיכון. בשנה המייצגת הונח כי מטרופולין, בשל ניסיונה ומומחיותה בתחום התחבורה הציבורית ובטווח הארוך תמשיך להפעיל 3 אשכולות אשר השווי תוספתי בגינם יהיה על פי משקלו הסגולי של האשכול מסך אשכולות שאותם מטרופולין מפעילה כיום. השווי התוספתי של שלושת האשכולות חולק ב-12 שנים (אורך חיים של המכרז) על מנת לייצג תוספת שנתית. על פי אומדני ההנהלה עקב הידע והמנגנון שברשותה להפעלת תחבורה ציבורית וכן עקב המצב התחרותי בשוק, תוכל לעלות מהפעלה 3 אשכולות בלבד ל 7-8 אשכולות. נדגיש כי תוספת זו לא קיבלה ביטוי בהערכת השווי, השווי התוספתי בשנה המייצגת הינו בגין 3 אשכולות בלבד.

הערכת השווי

שווי מטרופולין

הטבלה להלן מציגה את התזרים המהווך וסיכום השווי של מטרופולין בכללותה (אלפי ש"ח):

אלפי ש"ח	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	Terminal
תזרים להיוון	148,937	175,758	80,900	79,636	63,926	95,176	14,914	(19,978)	(2,630)	51,971	112,336	43,220	568
תקופה להיוון	0.5	1.5	2.5	3.5	4.5	5.5	6.5	7.5	8.5	9.5	10.5	11.25	11.25
תזרים מהווך	144,660	161,049	69,933	64,944	49,181	69,079	10,212	(12,905)	(1,603)	29,878	60,927	22,438	6,557
שווי פעילות	674,351												
חוב נטו	(395,921)												
סה"כ שווי מטרופולין	278,430												

שווי פעילות – כפי שפורט לעיל, שיעור ההיוון בו נעשה שימוש במודל מטרופולין הינו 6%. שווי הפעילות הסתכם בכ-674.3 מיליון ש"ח.

חוב נטו – החוב נטו של מטרופולין מורכב בעיקר מהלוואות מבנקים וכן יתרות מזומנים. נכון ליום ה-31 בדצמבר, 2020, החוב נטו של מטרופולין הסתכם בכ-396 מיליון ש"ח (להרחבה ראו פרק "דוחות כספיים").

שווי מטרופולין – סה"כ שווי מטרופולין הסתכם בכ-278.4 מיליון ש"ח, כאשר חלקה של בון תור במטרופולין עומד על 50%, כלומר שווי אחזקה של כ-139.2 מיליון ש"ח.

להלן ניתוח רגישות המציג את השינוי בשווי מטרופולין למול שינוי בשיעור ההיוון:

שווי מטרופולין	שיעור היוון				
	5.00%	5.50%	6.00%	6.50%	7.00%
	305,233	291,420	278,430	266,125	254,412

הערכת השווי

בון תור-כללי

הנחות עבודה עיקריות כלליות

- **שנות התחזית** - שנים 2021-2025 וכן השנה המייצגת (להלן: "**שנות התחזית**"). תחזית תזרים המזומנים נעשתה בהתאם לתקציב החברה לשנת 2021, לאחר דיונים עם הנהלת החברה ובהתאם לשיעורי צמיחה היסטוריים אשר נבחנו על ידינו.
- **תחזית נומינלית** - תזרים המזומנים בשנות התחזית מוצג בערכים נומינליים. משכך, שיעור ההיוון (WACC) הינו בערכים נומינליים.
- **שיעור מס** – 23% מייצג את מס החברות בישראל;
- **שיעור צמיחה בטווח ארוך** – שיעור הצמיחה לטווח הארוך הינו 3.6%, המייצג את הצפי לגידול בטווח הארוך בתוספת אינפלציה של כ-1.6%.
- **שיעור היוון** - נא ראו פרק מתודולוגיה.

הערכת השווי

בון תור-תחזית הכנסות ורווחיות גולמית

להלן הכנסות והוצאות ההפעלה של פעילות ההיסעים לשנות התחזית:

אלפי ש"ח	2020	2021	2022	2023	2024	2025	שנה מייצגת
הכנסות	242,148	248,770	273,892	293,333	305,355	317,535	328,967
צמיחה	2.7%	10.1%	7.1%	4.1%	4.0%	3.6%	
הוצאות הפעלה	(200,831)	(206,998)	(225,582)	(240,323)	(250,130)	(260,113)	(269,477)
% מההכנסות	-82.9%	-83.2%	-82.4%	-81.9%	-81.9%	-81.9%	-81.9%
רווח גולמי	41,317	41,772	48,309	53,010	55,224	57,422	59,489
שיעור רווח גולמי	17.1%	16.8%	17.6%	18.1%	18.1%	18.1%	18.1%

הערכת השווי

בון תור-תחזית הכנסות ורווחיות גולמית (המשך)

הכנסות

סך הכנסות החברה בשנת 2020 הסתכמו לכ-242.1 מיליוני ש"ח אל מול 324.2 מיליוני ש"ח בשנת 2019 (בנטרול הכנסות מבג. מוטורס), כאשר הירידה נבעה כאמור מהשלכות התפשטות נגיף הקורונה. בשנת 2021, סך ההכנסות הצפויות על פי תקציב החברה לשנה זו, יסתכמו לכ-248.8 מיליוני ש"ח (ללא הכנסות ממכירת רכבים על ידי חברת בי ג'י מוטורס) וזאת בהתאם לצפי הנהלת החברה לפיה תחול חזרה הדרגתית של הפעילות החל מהרבעון השלישי בשנה זו. תחזית ההכנסות ביתר שנות התחזית נבנתה בהמשך להנחה של חזרה איטית והדרגתית לפעילות מלאה מהרבעון השלישי לשנת 2021, ואשר צפויה להתפרס על פני שנתיים, עד שנת 2023. החזרה ההדרגתית כוללת חזרה להיקפי פעילות הדומים בהיקפם לשנים קודמות, טרום משבר הקורונה. בשנת 2024 וביתר שנות התחזית נקבעו ההכנסות תחת הנחת פעילות בהיקף מלא וכן תחת הצפי שבון תור תמשיך להשיג חוזים חדשים בשיעורי צמיחה פוחתים עד להתכנסות לשיעור הצמיחה לטווח ארוך של כ-3.6%.

הוצאות הפעלה - סך הוצאות ההפעלה הסתכמו בשנת 2020 לכ-200.1 מיליון ש"ח ועל כן, שיעור הרווח הגולמי עמד על כ-17.1%. הוצאות ההפעלה מורכבות מהסעיפים הבאים:

- שכר וקבלני משנה- כאמור, סעיף זה כולל בעיקר את שכרם של נהגי האוטובוס ותשלומים עבור קבלני משנה. בשנת 2020 סך הוצאות בגין שכר וקבלני משנה בפעילות ההיסעים הסתכמו לכ-161 מיליון ש"ח. על מנת לחזות את הוצאות אלו ביתר שנות התחזית ביצענו ניתוח היסטורי של אחוז הוצאות אלו מסך הכנסות פעילות ההיסעים ובחנו את סבירות שיעורי הוצאות אלו בתקציב 2021. כפי שהוצג לעיל, שיעור הוצאות השכר מהכנסות החברה נמצא במגמת ירידה בין השנים 2018-2020. על פי תקציב החברה לשנת 2021, שיעור הוצאות השכר יעמוד על כ-15.9% ואילו שיעור ההוצאות לקבלני משנה יעמוד על כ-50.4%, לעומת כ-52.7% בשנת 2020. לאור האמור, הוחלט שהוצאות השכר יעלו לאורך שנות התחזית ב-4% לשנה עד לשנת 2025, המשקף עלייה נומינלית בשכר השנתי, ואילו בשנה המייצגת שיעור הוצאות השכר יישאר קבוע ויעמוד על כ-14.6% מההכנסות. שיעור ההוצאות לקבלני משנה יישאר קבוע ויעמוד על כ-50.4%, בדומה לתקציב החברה לשנת 2021.

- דלקים ושמינים- בשנת 2020 סך הוצאות בגין דלקים ושמינים הסתכמו לכ-7 מיליון ש"ח, שיעור של כ-2.9% מסך ההכנסות בשנה זו, לעומת שיעור של כ-4.5% בשנת 2019. על פי הנהלת החברה, שיעור הוצאות הדלקים ושמינים לשנת 2020 אינו מייצג שכן הירידה בהיקפי הפעילות עקב משבר הקורונה מעוותים את שיעור ההוצאה. בשנת 2021, יחד עם הנחת החזרה ההדרגתית לשגרה, החברה צופה ששיעור הוצאות דלקים ושמינים יעמוד כ-4.2% על פי תקציב החברה. על פי ניתוח של מחיר ממוצע לחבית נפט בשנים 2019, 2020 וליום 31 בדצמבר 2020 שיעור זה נמצא על ידינו כסביר ונלקח כמייצג לאורך שנות התחזית.
- הוצאות אחרות- כוללות בעיקר הוצאות בגין אחזקה וחלפים, ביטוח רישוי ואגרות, עלויות בתחום התיירות של החברה (מלונות, מדריכים, כניסות לאתרי תיירות), תשלומי מטה, הוצאות ארנונה ועוד. שיעור ההוצאות האחרות מסך הכנסות החברה עמד על כ-11% וכ-7% בשנת 2019 ו-2020, בהתאמה. החברה צופה ששיעור זה יעמוד על כ-12.8% בשנת 2021. שיעור זה נבחן על ידינו ונמצא כסביר, על כן הוחלט על ששיעור זה יישאר קבוע לאורך כל שנות התחזית.

הערכת השווי

בון תור-תחזית הוצאות תפעוליות

להלן תחזית ההוצאות התפעוליות של פעילות ההיסעים לשנות התחזית:

אלפי ש"ח	2020	2021	2022	2023	2024	2025	שנה מייצגת
רווח גולמי	41,317	41,772	48,309	53,010	55,224	57,422	59,489
שיעור רווח גולמי	17.1%	16.8%	17.6%	18.1%	18.1%	18.1%	18.1%
הוצאות מכירה ושיווק	(700)	(836)	(921)	(986)	(1,027)	(1,068)	(1,106)
% מההכנסות	-0.3%	-0.3%	-0.3%	-0.3%	-0.3%	-0.3%	-0.3%
הוצאות הנהלה וכלליות	(18,060)	(17,240)	(16,454)	(17,505)	(18,169)	(18,841)	(19,475)
% מההכנסות	-7.5%	-6.9%	-6.0%	-6.0%	-6.0%	-5.9%	-5.9%
רווח תפעולי לפני מס	22,557	23,696	30,934	34,518	36,029	37,513	38,909
שיעור רווח תפעולי	9.3%	9.5%	11.3%	11.8%	11.8%	11.8%	11.8%

הערכת השווי

בון תור-תחזית הוצאות תפעוליות

הוצאות מכירה ושיווק – הוצאות אלו כוללות הוצאות שכר, פרסום, עמלות וכו'. בשנת 2020 הוצאות אלו הסתכמו לכ-700 אלפי ש"ח, המהוות כ-0.3% מהכנסות החברה. צפי החברה לשנת 2021 הינו לשיעור דומה של כ-0.3%. על כן, שיעור זה נמצא על ידינו כסביר ונלקח כמייצג לאורך שנות התחזית.

הוצאות הנהלה וכלליות

- שכר עבודה ונלוות- הוצאות אלו היוו כ-3% מהכנסות החברה בשנת 2020, לעומת כ-2.9% מההכנסות בשנת 2019. הנחנו כי הוצאות אלו ישמרו על שיעור קבוע של כ-3% מהכנסות החברה בהתאם לתקציב החברה לשנת 2021.
- דמי ניהול- דמי הניהול כוללים את שכרם של נושאי משרה בבון תור, כאשר כ-2 מיליון ש"ח מתוך הסכום הינם דמי ניהול אשר משולמים לבעלי המניות לפי חלקם בהון המניות של החברה, ולכן נוטרלו מהתחשיב. על פי הנהלת החברה, הוצאות אלו הינן קבועות, הונח כי יצמחו בהתאם לגובה האינפלציה החזויה.
- אחר- הוצאות אחרות כוללות בין היתר נסיעות לחו"ל, טלפון ושירותי תקשורת, אחזקת רכב, שכר דירה וכו', הונח כי הוצאות אלו ישמרו על שיעור קבוע של כ-1.8% מהכנסות החברה בהתאם לתקציב החברה לשנת 2021.
- הוצאות פחת – הוצאות הפחת של החברה היוו שיעור של כ-0.5% בשנת 2019 ו-2020. על פי תקציב החברה לשנת 2021, החברה צופה ירידה בשיעור זה לרמה של כ-0.4%. על כן, שיעור זה נמצא על ידינו כסביר ונלקח כמייצג לאורך שנות התחזית.

הערכת השווי

בון תור-התאמות לתזרים המזומנים

אלפי ש"ח	2021	2022	2023	2024	2025	שנה מייצגת
רווח תפעולי לפני מס	23,696	30,934	34,518	36,029	37,513	38,909
שיעור רווח תפעולי	9.5%	11.3%	11.8%	11.8%	11.8%	11.8%
הוצאות מס	(5,450)	(7,115)	(7,939)	(8,287)	(8,628)	(8,949)
רווח תפעולי לאחר מס	18,246	23,819	26,579	27,742	28,885	29,960
התאמות:						
CapEx	(7,302)	(17,075)	(18,145)	(18,807)	(19,477)	(18,106)
פחת	13,692	15,075	16,145	16,807	17,477	18,106
שינוי בהון חוזר	(19,002)	2,329	1,802	1,115	1,129	1,060
סה"כ התאמות	(12,612)	329	(198)	(885)	(871)	1,060

הוצאות מס- בהתאם לשיעור המס בישראל, 23%.

CapEx – החברה צופה בשנת 2021 השקעות נמוכות יותר לעומת רמת ההשקעות הנורמטיבית של החברה, וזאת בהמשך לצמצום רכישות שנעשה בשנת 2020 כתגובה להאטה בפעילות המשק. החל משנת 2022 ולמשך שנות התחזית, הונח כי השקעות החברה יהיו שוות לפחת השנתי בתוספת 2 מיליון ש"ח בשנה על מנת לתמוך בצמיחה הצפויה, וזאת בהתאם למדיניות החברה לפיה בכל הנוגע להשקעה ברכוש קבוע החברה מבצעת השקעות בגובה הפחת ו/או עד כ-2 מיליון ש"ח מעל הפחת. בשנה המייצגת גובה ה-CapEx נקבע בגובה הוצאות הפחת.

הוצאות פחת – הוצאות הפחת נחזו בהתאם לשיעורן מהכנסה.

שינויים בהון חוזר – יתרות ההון החוזר של בון תור נחזו בנפרד על פי ימי ההון החוזר בפועל בשנים 2018-2019, ללא שנת 2020, שכן הימי התפעוליים בשנה זו אינם מייצגים את מהלך העסקים הרגיל של החברה וזאת בשל השפעות משבר הקורונה. לאור האמור, להלן ימי ההון החוזר המייצגים:

- ימי ספקים – 164 ימים;
- ימי לקוחות – 69 ימים;
- הון חוזר אחר – שיעור של כ-2.6% מההכנסות.

הערכת השווי

בון תור-סיכום שווי

אלפי ש"ח	2021	2022	2023	2024	2025	שנה מייצגת
תזרים להיוון לאחר התאמות	5,634	24,148	26,381	26,857	28,015	31,019
תקופה להיוון	0.5	1.5	2.5	3.5	4.5	4.5
תזרים מהוון	5,366	20,860	20,671	19,087	18,059	300,683
שווי פעילות היסעים	384,724					

כפי שניתן לראות, שווי פעילות היסעים ליום 31 בדצמבר 2020 נאמד בכ-384.7 מיליוני ש"ח.

הטבלה שלהלן מציגה ניתוח רגישות של שווי פעילות היסעים ביחס לשיעור ההיוון למול שיעור הצמיחה הנומינלי בטווח הארוך בשנה המייצגת:

שיעור היוון					שווי פעילות	
11.25%	10.75%	10.25%	9.75%	9.25%	שיעור צמיחה	
299,623	318,736	340,360	365,022	393,408		
315,256	336,623	360,991	389,038	421,662		
332,933	357,011	384,724	416,959	454,917		
353,082	380,465	412,316	449,822	494,629		
376,261	407,733	444,792	489,066	542,882		
					2.6%	
					3.1%	
					3.6%	
					4.1%	
					4.6%	

הערכת השווי

סיכום שווי

סיכום שווי בון תור

בהתאם לאמור לעיל, שווי פעילות ההיסעים נאמד בכ-384.7 מיליון ש"ח, שווי חלקה של בון תור במטרופולין נאמד בכ-139.2 מיליון ש"ח, ולכן, שווי חברת בון תור נאמד בכ-507 מיליון ש"ח, כולל חוב נטו ושווי חברות מוחזקות (ראה נספח א' לגבי אופן חישוב שווי חברות מוחזקות), כדלקמן:

שווי פעילות היסעים	384,724
חוב נטו (31.12.2020)	(32,887)
שווי חלקה של בון תור במטרופולין (50%)	139,215
שווי חברות מוחזקות	15,899
סה"כ שווי בון תור	506,951
חלקה של ג'נריישן בבון תור (49%)	248,406

לאור האמור, חלקה של ג'נריישן (49%) בבון תור נאמד בכ-248.4 מיליון ש"ח.

רכישה במחיר נמוך מהשווי ההוגן - מטרופולין

ביום 28 בינואר 2021 דיווחה ג'נריישן על התקשרות בון תור בעסקה לרכישת מלוא החזקות השותף (50%) במטרופולין תמורת סכום כולל של 120 מיליון ש"ח, המשקף שווי של 240 מיליון ש"ח למטרופולין. לעמדת החברה, עסקת הרכישה בוצעה במחיר נמוך מהשווי ההוגן, וזאת לאור מספר סיבות; ראשית, המשא ומתן בין הצדדים החל כבר בחודש אפריל 2020, אז הוערכה מטרופולין בספרי ג'נריישן בשווי קרוב מאוד לתמורת העסקה. דרישתו של המוכר באותה עת, קרי בימי אי ודאות של פרוץ הקורונה, הייתה לתמורה זו (120 מיליון ש"ח). כלומר, סכום זה הוצג באופן ברור כגבול העליון לביצוע העסקה. בנוסף, במסגרת תהליך המשא ומתן, ניכר היה שהמוכר מעוניין לבצע עסקה מהירה ככל שניתן על מנת לקבל את תשלום המזומן בהקדם, כעסקת "AS IS" ללא מצגים ושיפויים מצד המוכר. עובדה זו, כמו גם הקושי הרב בהשלמת עסקה מהירה עם צד ג' שאינו מכיר את פעילות החברה, ודאי בשנה מורכבת זו, העמידה את בון תור בעמדה נוחה במשא ומתן, כך שגם כאשר התבררו התוצאות הכספיות הטובות של מטרופולין לשנת 2020 וכן ההשפעות החיוביות ארוכות הטווח של תהליכי ההתייעלות שהיא ביצעה, עלה בידה להשלים את העסקה באותה תמורה שהוגדרה בתחילת המשא ומתן כגבול עליון, זאת על אף עליית הערך שנוצרה במהלך שנת 2020.

מחיר העסקה שתואר לעיל משקף שווי נמוך בכ-13.8% משווי חברת מטרופולין שנאמד בעבודה זו (שווי של 240 מיליון ש"ח המשתקף ממחיר העסקה לעומת שווי של כ-278.4 מיליון ש"ח כפי שנאמד בעבודה זו). בהתאם להסברים והסיבות שפורטו לעיל, אנו בדעה כי הפער בין השוויים הינו סביר בנסיבות העניין.

הערכת השווי

פער בשווי מועד הערכת השווי נוכחית אל מול הערכת שווי קודמת ל- 31.12.2019

בהערכת השווי הנוכחית נכון ליום ה-31.12.2020 שווי החזקות החברה בקבוצת בון תור הסתכם לכ-248.4 מיליון ש"ח. בהערכת השווי הקודמת שביצענו נכון ליום ה-31.12.2019, שווי זה הסתכם לכ-193.3 מיליון ש"ח. להלן עיקרי הסיבות לשינוי בשווי בין התקופות:

- שיעור ההיוון קטן בפעילות ההיסעים עקב שינוי בפרמטרים מאקרו כלכליים ונתוני שוק;
- הערכת שווי זו הסתמכה על מודלים פיננסיים של מטרופולין אשר מעודכנים למועד הערכת השווי. מודלים אלו מעודכנים בכל ההיבטים לרבות קיבוע ההצמדות שחלו בפועל בתקופה זו, עדכון מחירי הדלק ועדכון נתונים תפעוליים וביצועיים כפי שמופרט בפרק הערכת השווי. כמו כן, במודלים הפיננסיים ניתן ביטוי לתהליכי ההתייעלות במטרופולין ובון תור שבוצעו בשנת 2020, אשר צפויים להשפיע בצורה חיובית על תוצאות הפעילות גם בשנים הקרובות;
- נתוני 2020 ותקציב 2021.

להלן השוואה בין הערכת השווי הנוכחית לבין הערכות שווי קודמות אשר בוצעו על ידינו:

אלפי ש"ח	31.12.2020	31.12.2019	31.3.2019
שווי החזקות ג'נריישן קפיטל	248,406	193,293	155,711

נספח א'

בון תור-חברות מוחזקות

להלן טבלה המפרטת את שווי החברות המוחזקות של החברה ליום 31 בדצמבר 2020 (אלפי ש"ח), על פי דוחותיה הכספיים:

אלפי ש"ח	31.12.20
פיק פק	269
אייבס	600
טרמינל אקספרס	96
לימו	1,761
לימון ב.ע. שירותי תחבורה בע"מ	99
מ.ז.ל מוניות לב העיר	120
ש.ב.ב.ש.א אחזקות בע"מ - הלוואת בעלים	236
שווי חברות מוחזקות	3,181
שווי חברת בי.ג'י מוטורס (*)	12,718
סה"כ שווי חברות מוחזקות	15,899

(*) חברת בי ג'י מוטורס הוערכה בשיטת מכפיל ה- EBITDA בניכוי יתרות חוב פיננסי.

נספח ב'

גילויים נדרשים בהתאם לתקנות ניירות ערך

גילויים נדרשים בהתאם לתקנה 8 לתקנות ניירות ערך (דו"חות תקופתיים ומידיים), התש"ל-1970

סעיף	גילוי נדרש	הגילוי
1	זהות התאגיד שהזמין את ההערכה וזהות האורגן בתאגיד כאמור שהחליט על ההתקשרות עם מעריך השווי	ההתקשרות בוצעה מול חברת ג'נריישן קפיטל בע"מ, באמצעות מר נועם רובינזון, סמנכ"ל כספים.
2	מועד ההתקשרות בין מזמין ההערכה למעריך השווי	ההתקשרות נחתמה ביום 31 בדצמבר 2020.
3	הסכמה, אם ישנה, לשיפוי מעריך השווי בעד עבודתו; הייתה הסכמה כאמור, יפורטו בהערכת השווי תנאי השיפוי וזהות נותן השיפוי.	באם נחויב לשלם סכום כלשהו לצד שלישי בקשר עם ביצוע השירותים המפורטים בכתב זה, בהליך משפטי או בהליך מחייב אחר, מתחייבת מזמינת העבודה, לשפוטנו בגין כל סכום כאמור שישולם על ידינו, מעבר לסכום השווה לפי שלושה משכר טרחתנו, מיד עם דרישתנו הראשונה, אלא אם נקבע כי BDO זיו האפט ייעוץ וניהול פעלה בזדון ו/או רשלנות שאז לא תחול כל חובת שיפוי.
4	היה נושא ההערכה נכס הנסחר בבורסה, יציינו השער הגבוה ביותר, הנמוך ביותר והממוצע של שווי הנכס בששת החודשים שקדמו לתאריך התוקף, בהתחשב בכל חלוקה, פיצול או הנפקת זכויות בתקופה האמורה;	ל.ר.
5	הסתמכה הערכת שווי על הערכות מהותיות של מומחים נוספים, יצורפו להערכת השווי ההערכות של המומחים הנוספים וכן יובאו כל הפרטים הנדרשים בתוספת זו גם ביחס להערכות המומחים הנוספים, בשינויים המחויבים.	ל.ר.
6א-ב	נעשו עסקאות קודמות בנושא ההערכה, במהלך השנתיים שקדמו לתאריך התוקף, יפורט השווי בעסקאות אלה + עסקאות השוואה נוספות;	ל.ר.
7	שינויים מהותיים בהערכת השווי שנעשו בעקבות בקשות גילוי או הבהרה של הרשות או של עובד שהיא הסמיכה לכך.	ל.ר.

גילויים נדרשים בהתאם לתקנה 8 לתקנות ניירות ערך (דו"חות תקופתיים ומידיים), התש"ל-1970 (המשך)

סעיף	גילוי נדרש	הגילוי
8	סטה השווי שנקבע בהערכת השווי בעשרים וחמישה אחוזים או יותר , מהשווי הממוצע בבורסה בששת החודשים אשר קדמו לתאריך התוקף או מהשווי הנגזר מעסקאות קודמות, יוסברו ההפרש בין שווי כאמור להערכת השווי וההצדקה לכך;	ל.ר.
9	סטה השווי שנקבע בהערכת השווי בארבעים אחוזים או יותר מהשווי שנקבע בהערכות שווי אחרות שפורסמו בציבור במסגרת דיווח לפי חוק ניירות ערך, במהלך השנתיים שקדמו להערכת השווי, יובאו הנתונים מהערכות השווי האחרות וההנחות שבבסיסן;	הערכות השווי הקודמות שבוצעו, ליום 31 בדצמבר 2019 וכן ליום 31 במרץ 2019, פורסמו במלואם במסגרת דיווחי החברה.
10	הערכת השווי תכלול פרטים על הערכות שווי קודמות של נושא ההערכה שעשה אותו מעריך שווי, לרבות פרטים אלה: 1. ניתנה הערכת שווי קודמת בשלוש השנים שקדמו לתאריך התוקף של הערכת השווי, יפרט מעריך השווי את תאריך התוקף של הערכות השווי הקודמות, את השווי שנקבע בהן ואת הסיבות שבעטיין ניתנו; 2. סטה השווי שנקבע בהערכות השווי הקודמות בעשרים אחוזים או יותר מהשווי שנקבע בהערכת השווי, סטה הרווח או ההפסד שחושב בהתאם להערכות השווי הקודמות בעשרה אחוזים או יותר מהרווח או ההפסד שמחושב לפי הערכת השווי, או ששיטת ההערכה בהערכת השווי הייתה שונה משיטת ההערכה בהערכות השווי הקודמות, ייתן לכך מעריך השווי גילוי ויסביר את השינויים העיקריים בהנחות ובאומדנים המהותיים בציון העובדות שהביאו לשינויים אלה; 3. היו הפרשים בין התוצאות הכספיות שהונחו בבסיס הערכות השווי הקודמות לבין התוצאות הכספיות בפועל, יציגו הפרשים אלה וייתן להם הסבר.	ראה התייחסות בגוף המסמך.

גילויים נדרשים בהתאם לתקנה 8 לתקנות ניירות ערך (דו"חות תקופתיים ומידיים), התש"ל-1970 (המשך)

פרטים אודות השכלתו של מעריך השווי ומומחיותו

BDO Consulting and Management Ltd

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

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

תפקיד נוכחי – שותף, מנהל מחלקת Corporate Finance

רקע וניסיון תעסוקתי – מוטי הינו בעל תואר ראשון בכלכלה ובמדעי המחשב ובעל תואר MBA מאוניברסיטת בר אילן. מוטי הינו בעל ניסיון של 13 שנים ביעוץ עסקי לחברות ולמשרדים ממשלתיים. במסגרת תפקידו הנוכחי בחברת הייעוץ מוטי מנהל צוות כלכלנים ורו"ח בצוות העוסק בהערכות שווי, PPA, תכניות עסקיות, בדיקות נאותות, בחינה לירידת ערך, הערכת מכשירים פיננסיים ועוד.

במסגרת עבודתו היה מעורב מוטי בביצוע מגוון רחב של הערכות שווי, תכניות עסקיות, תכנונים אסטרטגיים ובדיקות נאותות במגזרי פעילות מגוונים כדוגמת: אנרגיה מתחדשת, תקשורת, מדיה, טכנולוגיה, תעשייה מסורתית, מזון, גדל"ן, ציוד רפואי ופיננסים.

להלן פירוט הערכות שווי בהיקפים דומים או גבוהים, שבוצעו על ידי מעריך השווי:

- **אלביט מערכות** - ביצוע מגוון עבודות: הערכות שווי, PPA ובחינות לירידת ערך;
- **חברת השקעות דיסקונט** – הערכת שווי חברת סלקום לצורכי בחינה לירידת ערך השקעה;
- **סופרגז** – ביצוע הערכות שווי לצורך בחינה לירידת ערך;
- **פרטנר** – הערכות שווי לצורך בחינה לירידת ערך המגזר הקווי;
- **One1 שרותי תוכנה** - ביצוע מגוון עבודות: הערכות שווי, PPA ובחינות לירידת ערך;
- **קבוצת דלק** - ביצוע מגוון עבודות: הערכות שווי ו-PPA;
- **Given Imaging** - ביצוע מגוון עבודות: הערכות שווי ובחינות לירידת ערך;
- **גזית גלוב** - ביצוע מגוון עבודות: PPA ובחינות לירידת ערך;
- **Arko Holdings / GPM Investments** – ביצוע מגוון עבודות: הערכות שווי ובחינות לירידת ערך של חברת GPM Investments;

הסכמה מראש של מעריך השווי לצירוף ההערכה

ידוע לנו ואנו מסכימים כי העבודה תשמש ו/או תיכלל בדיווחי ג'נריישן ליום 31 בדצמבר 2020, לרבות דוחות שיכללו במסגרת תשקיפי מדף או דוחות הצעת מדף שתפרסם ג'נריישן, וכן בכל דיווח מידי לפי חוק ניירות ערך, התשכ"ח – 1968 ותקנותיו אשר על פי הוראות הדין החברות האמורות תידרשנה במסגרתו לצרף את העבודה הכלכלית. אין לעשות שימוש אחר בחוות דעת זו למעט האמור לעיל, ובכלל זה, לפרסמה או לצטטה במלואה או חלקים ממנה, ואין להעבירה לצד ג' כלשהו, ללא קבלת אישורנו המפורש בכתב ומראש.

ג'נריישן קפיטל בע"מ
הערכת שווי רפק אנרגיה בע"מ

ליום 31 בדצמבר 2020

