

טווח תרחישים 3,870–1,641 אג' · דובי עד שורי	UPSIDE +19% מול מחיר השוק	מחיר יעד · n12 2,100 אג' · משוקלל הסתברויות	מחיר כיום 1,765 אג' · שווי שוק 1,712 מ' ₪	HOLD המלצה
הנימוק: הנכסים שווים יותר מהמחיר. מה שחסר הוא המנגנון שישחרר את הפער. אחזקת ורידים לבדה (3,659 מ' ₪) שווה פי 2.1 מהקבוצה כולה, והמחיר מגלם קריסה קבועה של 58% ברווח פעילות הרכב. אבל שלושה דברים מונעים מזה להיות הזדמנות: הקבוצה אינה מכסה את הריבית (0.77x), שוליה התפעוליים הנמוכים בענף (6.4% מול 7.4% בקרסו), ומניות ורידים כבר גויסו באוגוסט 2026 לעמידה בקובנט — הנכס שאמור לגשר על הפער אינו פנוי. דיסקאונט של 30% הוא הנורמה לחברת אחזקות במבנה הזה, ולכן אינו כשלעצמו הזדמנות. HOLD עד לטריגר מימוש.				

1 החברה — מה היא עושה ואיפה נוצר הרווח

שבעה מגזרים בשתי חטיבות: שלושה בבעלות מלאה, וארבעה דרך ורידים שבה הקבוצה מחזיקה 50.07%. ההפרדה הזו היא המפתח — הרווח הצומח שייך למחצית, והמגזרים שבבעלות מלאה הם שנשחקים.

מגזר	הכנסות	רווח	שולי	% מהרווח	בעלות אפקטיבית	הערה
ייבוא ומכירת רכב	1,690	70.8	4.2%	22%	100%	מאזדה · BMW · פורד · דונגפנג
חלפים ושירותי מוסך	101	16.1	16.0%	5%	100%	אנונה נגזרת מהצי המותקן
נדל"ן, מימון וליסינג	237	121.4	51.3%	38%	100%	כולל שערך חד-פעמי ~101 מ'
איכות הסביבה	559	69.7	12.5%	22%	50.07%	מנוע הצמיחה — רווח 10x
קרטון — אינפיניה	630	15.0	2.4%	5%	50.07%	רווח 70%- בשנה
התפלת מים	57	15.5	27.1%	5%	25.0%	הזיכיון פג 5/2027
אנרגיה	31	8.3	26.9%	3%	10.0%	שרשור שלוש שכבות
סך המגזרים	3,304	316.8	9.6%	100%	—	מחצית 2026 · מ' ₪

הבעלות האפקטיבית היא מכפלת שתי שכבות שרשור: 50.07% בוורידים, ובתוכה 50% בהתפלה ו-20% באנרגיה. ההבחנה הזו מורידה את תרומת שני המגזרים האלה לרבע ולעשירית מהמדוז.

2 מנועי הצמיחה — ושלושת החסמים שמולם

מה מושך למעלה	מה מושך למטה
איכות הסביבה	נפח המסירות
חלפים ומוסך	הנתח הסיני בשוק
נדל"ן ומימון	הוצאות המימון
רווח 10x	מטמנות ומיחזור — ביקוש קשיח, חסמי רגולציה
16% שולי	הכנסה חוזרת מצי של ~180 אלף כלי רכב
51% שולי	קרקעות בשווי מאזני נמוך מהשוק
	גדולות מכלל הרווח המגזרי המנוטרל
	271 מ' ₪
	מ-28.7% הצרן הפסיק לשלם פרמיה על מותג
	ל-44.7% מותג
	-61%
	4,300 יחידות במחצית מול 11,000

3 ביצועים פיננסיים — 2022 עד 2026

מ' ₪	2022	2023	2024	2025	2026E	המגמה
הכנסות	5,237	5,804	6,388	6,203	6,525	גדלו 25% בארבע שנים
שולי רווח גולמי	25.7%	16.9%	15.7%	12.6%	12.6%	נחתכו בחצי
רווח (הפסד) מיוחס	716	333	161	(110)	(157)	התהפך ב-2025
הוצאות מימון, נטו	228	233	442	564	543	גדלו פי 2.4
מזה: הוצאות מימון ברוטו	253	337	466	—	—	עלות החוב עצמה
כיסוי ריבית	5.35x	2.62x	1.43x	1.11x	0.77x	ירד מתחת ל-1.0
חוב פיננסי נטו	—	—	—	—	4,589	מזה 3,389 מחוץ לוורידים
תזרים מפעילות שוטפת	—	—	—	1,176	(156)	התהפך ב-2026

2026E = מחצית ראשונה שהוכפלה. כיסוי הריבית ל-2026 מחושב בנטרול שערך נדל"ן חד-פעמי של ~101 מ' ₪; ללא נטרול הוא 1.15x. שורת המימון העיקרית היא נטו (רווח תפעולי פחות רווח לפני מס) — המכנה של שורת כיסוי הריבית. ל-2022-2025 השתיים מתחלקות זו בזו בדיוק; ל-2026 המונה מנוטרל משערך הנדל"ן, ומכאן 0.77x ולא 1.15x. 2022-2024 הדוח המבוקר (2024, עמ' 313) מתיישב לשקל: תפעולי + הכנסות מימון - הוצאות מימון = לפני מס. 2025 ו-2026 מאתר מאיה. שורת הברוטו — עלות החוב לפני קיזוז הכנסות מימון — זמינה רק בביאור השנתי, ולכן 2025-2026 ריקים. **התזרים מפעילות שוטפת התהפך במחצית: 774.6 מ' ₪ במחצית 2025 מול 77.9 מ' ₪ במחצית 2026** — היפוך של 853 מ' ₪.

נקודת האזיון — המספר שמסכם את הבעיה

כדי שהרווח המגזרי יכסה את הריבית, הקבוצה זקוקה לכ-8,000 יחידות במחצית — כמעט כפול מ-4,300 היום, בהנחה שכל שאר המגזרים נשארים כפי שהם. זהו הפער שהתזה צריכה לגשר עליו. או לעקוף דרך מימוש נכסים.

ביצועים, מתחרות והערכת שווי

חמש שנים · שלוש מתחרות · שתי שיטות הערכה

עמוד 2 מתוך 3

4 הגשר מהרווח המגזרי אל ההפסד לבעלי המניות

רווח מגזרי מדווח	316.7
בניכוי הוצאות בלתי מיוחסות	(5.9)
בניכוי הוצאות מימון, נטו	(271.3)
בניכוי מסים	(52.2)
בניכוי חלק זכויות המיעוט	(65.8)
הפסד מיוחס לבעלי המניות	(78.4) שני הצעדים הגדולים אינם תפעוליים

5 השוואה למתחרות

חברה	שווי שוק	הכנסות 2026E	רווח תפעולי	שולי תפעולי	מכפיל הכנסות	מכפיל רווח	כיסוי ריבית
דלק מערכות רכב	1,712	6,524	420	6.4%	0.26x	שילי	0.77x
קרסו מוטורס	2,562	9,400	696	7.4%	0.27x	8.5x	1.75x
יוניברסל מוטורס	3,591	5,350	418	7.8%	0.67x	15.1x	2.22x
ש. שלמה החזקות · פרטית	—	7,000	826	11.8%	—	—	—
חציין המתחרות	—	—	—	7.8%	0.47x	11.8x	1.99x

מ' · כל השורות על בסיס מחצית 2026 מוכפלת · שווי שוק 22.9.2026. מכפיל הרווח של UMI לבדו על בסיס 12 חודשים אחרונים, שכן רווחה הנקי למחצית אינו מפורט במקורות. שלמה החזקות אינה נסחרת, ולכן מוצגת להשוואה תפעולית בלבד, ללא מכפילים.

הממצא — אחרי שני תיקונים שמחלישים אותו

רווח דלק מוצג כאן בנטרול השערור החד-פעמי: 420 מ' ולא 622, שכן הכפלת מחצית שכוללת שערור של 101 מ' יוצרת רווח שאינו קיים. בבסיס הזה שוליה 6.4% — נמוכים מקרסו (7.4%), לא גבוהים. בנוסף, הכנסותיה מאחדות את ורידיס ולכן המכפיל המאוחד אינו ברהשוואה ליבואן טהור. על בסיס רכב בלבד: 0.22x מול 0.27x בקרסו — דיסקאונט של 18%, צנוע בהרבה ממה שהשוואה מאוחדת מרמזת. מנגד — דלק היא היחידה מהשלוש שאינה מכסה את הריבית שלה.

6 הערכת שווי — שתי שיטות

א · סכום חלקים עם DCF לפעילות הרכב			ב · תרחישים משוקללים		
אחזקת ורידיס 50.07% — שווי שוק	3,659		תרחיש	הנחה ל-2030	אג' הסתברות
נדל"ן — אומדן	600		דובי	8,000 יח' · 9 אלף/יח'	1,641 70%
היילו	39		בסיס	11,000 יח' · 16 אלף/יח'	2,783 20%
בניכוי חוב פיננסי נטו מחוץ לוורידים	(3,389)		שורי	14,500 יח' · 21 אלף/יח'	3,870 10%
סכום שאר הרכיבים	909		תוחלת משוקללת	—	2,092 100%
בתוספת פעילות הרכב והשירות — DCF	1,899		היעד מוטה לדובי במכוון ה-Dcf מצביע על 2,896 אג' והתוחלת המשוקללת על 2,092. היעד 2,100 — 27% מתחת ל-Dcf — משום שהמשקלים (70/20/10) מוטים לתרחיש הדובי: הנכס שאמור לסגור את הפער משועבד חלקית, ולכן ההסתברות למימוש נמוכה מכפי שהשווי לבדו מרמז.		
שווי הון	2,808				
מחיר למניה	2,896 אג'				
9.0% WACC · צמיחה לצמיחות 1.5% · ערך השייר 72% מהשווי.					

9.0% WACC · צמיחה לצמיחות 1.5% · ערך השייר 72% מהשווי.

רגישות מחיר המניה למחיר ההון ולצמיחה לצמיחות

WACC \ צמיחה	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%	2.5%
8.0%	2,953	3,065	3,193	3,344	3,521
8.5%	2,824	2,920	3,029	3,155	3,303
9.0% — הנחת הבסיס	2,710	2,793	2,887	2,994	3,118
9.5%	2,608	2,681	2,762	2,854	2,960
10.0%	2,518	2,581	2,652	2,732	2,823

אג' למניה. מחיר השוק, 1,765 אג', נמוך מכל 25 התאים. גם בהנחה הקשוחה ביותר — היוון 10% וצמיחה 0.5% — השווי גבוה ב-42% מהמחיר.

התזה, הסיכונים ומה שיזיז את המניה

מה השוק מתמחר לא נכון · Catalysts · לוח מעקב רבעוני

עמוד 3 מתוך 3

7 התזה — מה המחיר הנוכחי מחייב אותך להאמין

במקום לשאול כמה החברה שווה — מה המחיר כבר מגלם.

הממצא: המחיר מגלם ירידה קבועה של 58% ברווח התפעולי — לצמיתות

בשווי משתמע של 803 מ' ₪ ובהיוון של 9%, פעילות הרכב והשירות צריכה לייצר 72.3 מ' ₪ רווח תפעולי בשנה כדי להצדיק את המחיר. הקצב הנוכחי הוא 173.8 מ' ₪. כלומר השוק אינו מתמחר האטה — הוא מתמחר קריסה קבועה, חמורה יותר מתרחיש הדובי שלנו עצמו.

מה השוק מתמחר נכון: המינוף אמיתי, $x0.77$ אינו טעות חשבונאית, וקריסת הנפח והמעבר לסינים אמיתיים — ההנחה הדובית מוצדקת. **ומה שאינו נכון:** הוא מתמחר את המינוף כאילו אין מולו נכסים למימוש, בעוד אחזקת ורידיס סחירה ושווה פי 2.1 מהקבוצה כולה.

אזהרה מתודולוגית — שלוש השיטות אינן בלתי תלויות

סכום החלקים, המכפילים והתזה נשענים כולם על סימון אחד: ורידיס ב-3,659 מ' ₪. בהינתן DCF של 1,899 לרכב, המחיר מגלם שהחלק בוורידס שווה 2,575 מ' ₪ — דיסקאונט של 30%.

הטיעון הנגדי החזק ביותר — ואין לו תשובה מלאה

דיסקאונט של 20-40% הוא הנורמה לחברת אחזקות עם בעל שליטה ו-55.7% מיעוט, ולכן 30% אינו כשלעצמו הוכחה. ועוד: בין אפריל לספטמבר השווי המרומז לרכב ירד מ-1,500 ל-803 בדיוק כשהמסירות קרסו ב-61%. **השוק תמחר מחדש את הרכב, לא את ורידיס — תגובה רציונלית.**

8 סיכונים מול Catalysts

סיכונים — מה יוריד את המניה		Catalysts — מה יעלה אותה	
כיסוי ריבית מתחת ל-1.0	$x0.77$	מימוש נדל"ן — מקטין חוב ישירות	~600 מ'
זיכיון ההתפלה פג ללא תמורה	5/2027	מימוש חלקי של אחזקת ורידיס	3,659 מ'
זכויות מיעוט מההון	55.7%	ירידת ריבית — הנטל הגדול ביותר	271 מ'/מחצית
המשך שחיקת נתח מול היבוא הסיני	44.7%	זכייה בזיכיון התפלה חלופי	לפני 5/2027
דיסקאונט חברת אחזקות — נורמה בענף	20-40%	התייצבות מסירות מעל 6,000 במחצית	מול 4,300
מניות ורידיס גיוסו לעמידה בקובננט			8/2026

9 לוח מעקב — מה בודקים ברבעון הבא

מדד	היום	סף שמאשש	סף ששובר	מקור ומועד
כיסוי ריבית מנוטרל	$x0.77$	מעל $1.0x$	מתחת ל- $0.6x$	דוח רבעוני · נובמבר 2026
מסירות למחצית	4,300	מעל 6,000	מתחת ל-3,500	איגוד יבואני הרכב · חודשי
רווח ליחידה	16.5 אלף ₪	מעל 16 אלף	מתחת ל-13 אלף	ביאור מגזרי פעילות
חוב נטו מחוץ לוורידס	3,389	מתחת ל-3,000	מעל 3,700	מאזן מאוחד · רבעוני
הכרזה על מימוש נכס	אין	הודעה מהותית	אין עד 6/2027	מאיה · שוטף

האם החברה מגיעה ל-2030 — ומה יהפוך את ההמלצה

החוסר השנתי בין הרווח המנוטרל להוצאות המימון הוא 123 מ' ₪. הנדל"ן לבדו מממן אותו 4.9 שנים, ועם 10% מוורידס — 7.9 שנים; בלי מימוש כלל הכיסוי נשחק ל- $x0.68$ בחמש שנים, עדיין מעל סף השבירה. ההנחה שה-DCF מגיע ל-2030 עומדת — מה שלא עומד מאליו הוא פניית הנכסים. **שדרוג ל-BUY** על אחד משלושה: הכרזה על מימוש נכס מהותי, זכייה בזיכיון התפלה חלופי לפני 5/2027, או התייצבות מסירות מעל 6,000 במחצית. **הורדה ל-SELL** אם הכיסוי יורד מתחת ל- $0.6x$ או שהזיכיון פג בלי חלופה.