



דוח הדירקטוריון על מצב ענייני החברה וחברות מאוחדות שלה ליום 30.9.2007

הדירקטוריון של בריטיש ישראל השקעות בע"מ מתכבד להגיש את הדו"חות הכספיים של החברה ושל החברות המאוחדות שלה (להלן: "הקבוצה" או "בריטיש ישראל השקעות") לתשעת החודשים שהסתיימו ביום 30 בספטמבר 2007 (להלן: "תקופת הדו"ח").

הסקירה שתובא להלן הינה מצומצמת בהיקפה, ומתייחסת לאירועים ולשינויים שחלו במצב ענייני התאגיד בתקופה המדווחת אשר השפעתם מהותית.

יש לעיין בדו"ח הדירקטוריון לתקופה הדו"ח בהקשר לדו"ח הדירקטוריון לשנת 2006.

הדו"חות הכספיים המוצגים מוצגים בהתאם לתקנים הבינלאומיים (תקני ה-IFRS)

1. תאור הקבוצה וסביבתה העסקית

הקבוצה מתמקדת בעיקר בהשקעות ארוכות טווח בתחומי הנדל"ן המניב בישראל.

בתקופת הדוח עסקה הקבוצה בעיקר בתחומי הפעילות הבאים:

- (1) השכרה, ניהול, אחזקה, פיתוח, ייזום והשבחה של קניונים ומרכזים מסחריים.
- (2) השכרה, ניהול, אחזקה, פיתוח, ייזום והשבחה של פארקים למשרדים, תעשייה עתירת ידע ובנייני משרדים.
- (3) פעילות נוספת הכוללת בעיקר הפעלת מועדון ספורט בחיפה וניהול מספר נכסים נוספים שאינם בבעלות הקבוצה.

עפ"י המידע העומד בפני דירקטוריון הקבוצה, בריטיש ישראל השקעות, ממוצבת כיום כחברת הנדל"ן הגדולה ביותר בישראל בתחום הקניונים ומרכזי המסחר (מבחינת שטח נטו להשכרה ומספר נכסים בבעלות).

במהלך 2006 מכרה הקבוצה את עיקר אחזקותיה במשכנות כלל (1982) בע"מ לצד קשור, ולפיכך הפעילות סווגה בדוחות הכספיים כפעילות מופסקת. במהלך 2007 נמכרה יתרת האחזקות.

ביום 30 במאי 2007 השלימה החברה הנפקה ראשונה של מניות ואגרות חוב סחירות בבורסה לני"ע בתל אביב. כמו כן, בעלי המניות המירו חוב למניות בהיקף של כ-200 מיליון ש"ח. השלמת ההנפקה והמרת החוב למניות הביאו לגידול ניכר בהון של הקבוצה, להקטנה משמעותית של יחס כיסוי חוב ל-CAP, נטו ולשיפור באיתנותה הפיננסית.

במהלך 2007 חל שיפור ניכר בפעילותה העסקית של החברה וגידול ב- NOI זאת בשל השלמת עסקאות רכישה של נכסי נדל"ן מניב ברבעונים השני והשלישי של השנה, הגדלת שיעורי האחזקה בחברות המחזיקות במרכזים מסחריים, השלמת האיכלוס של המרכז המסחרי באילת ושיפור בביצועים התפעוליים של מרבית הנכסים האחרים.

הסביבה העסקית בה פועלת החברה מושפעת מהמצב הכלכלי במשק, המצב בשוקי ההון בארץ ובעולם ובעיקר משינויים מהותיים בשיעורי הריבית ארוכות הטווח

ובמרווחי הריבית, המשפיעים על עלות גיוס מקורות החוב ארוכי הטווח של הקבוצה, וכן על שיעורי ההיוון התפעוליים בהם משוערכים נכסים ("Cap Rate").

במהלך התקופה המתחילה בשנת 2004 ועד הרבעון השלישי של שנת 2007 ניכר שיפור במצב הכלכלי של המשק אשר הראה את אותותיו גם בתחום הנדל"ן המסחרי הנובע, בין השאר, מהתאוששות העסקים בישראל (כולל היי-טק), ירידת שיעורי הריבית, התאוששות בפדיונות של מרכזי מסחר וגידול בשיעורי התפוסה במשרדים ובהיי-טק בתל-אביב וסביבתה, וזאת לאחר התכווצות ושפל של ענף הנדל"ן מתחילת העשור.

החל משנת 2005 ניכר שיפור גדול בביצועי המרכזים המסחריים. רמות הפדיון בקניונים מובילים עלו בכ 6%-8%. לשנה. דמי השכירות בשטחים המסחריים עלו בהתאם. השיפור בביצועי המרכזים המסחריים הינו תוצאה של שיפור כללי במשק במהלך שלוש השנים האחרונות, אשר הביא לעלייה בכוח הקניה ובצריכה הפרטית.

החל משנת 2005 ניכרת גם התאוששות בשוק המשרדים לאחר ארבע שנות שפל. השיפור בא לידי ביטוי הן בשיעורי התפוסה והן בדמי השכירות החודשיים, ונרשם בעיקר באזורי הביקוש במרכז הארץ. במרבית האזורים נרשמה בתקופה זו התאוששות בתפוסה ובמחיר למ"ר וזאת לאחר שחיקה מתמשכת מאז תחילת שנות ה-2000.

הקבוצה, כחלק ממהלך אסטרטגי מתוכנן, חיזקה את הונה העצמי ושפרה את נזילותה בשנה שחלפה וזאת בעקבות ההערכה שזמינות ההון והחוב לטווח ארוך ומחיריהם בתקופה זו הנו בתנאים אטרקטיביים. בעקבות הערכה זו גייסה הקבוצה בשוק ההון המקומי כ-1.5 מיליארד ש"ח ברוטו מתוכם כ-0.3 מיליארד ש"ח הון עצמי וכ-1.2 מיליארד ש"ח באמצעות הנפקת אג"ח חוב במח"מ של מעל 6 שנים.

מדדי בורסה

מניות החברה נסחרות בבורסה לניירות ערך בתל אביב. מדדי הבורסה בהם מופיעה החברה הינם: מדד ת"א 100 ומדד ת"א 75.

דירוג אשראי

אג"ח של החברה מדורגות ע"י מעלות החברה הישראלית לדירוג ניירות ערך בע"מ בדירוג (A/Stable).

**פרטים על פעילות הקבוצה
(אזורים גיאוגרפיים, שטחים ושיעורי תפוסה; ל – 11.2007)**

שיעור תפוסה ממוצע	שיעור מסה"כ	חלק בריטיש בשטחים להשכרה (במ"ר)	שיעור תפוסה ממוצע	שיעור מסה"כ	סה"כ שטחים להשכרה בנכסים בבעלות (במ"ר)		אזור
96.8%	16.4%	50,516	97.5%	17.0%	66,105	סה"כ צפון הארץ	צפון הארץ
97.4%	94.5%	47,751	98.0%	95.8%	63,340	מזה: קניונים ומסחר	
85.0%	5.5%	2,765	85.0%	4.2%	2,765	מזה: משרדים	
99.4%	70.5%	217,082	99.4%	68.7%	267,085	סה"כ מרכז הארץ	מרכז הארץ
99.4%	67.0%	145,499	99.5%	57.3%	153,067	מזה: קניונים ומסחר	
99.3%	33.0%	71,583	99.3%	42.7%	114,018	מזה: משרדים	
96.0%	13.1%	40,300	96.0%	14.3%	55,819	סה"כ דרום הארץ ואזור ירושלים	דרום הארץ ואזור ירושלים
96.0%	100.0%	40,300	96.0%	100.0%	55,819	מזה: קניונים ומסחר	
N.R	0.0%	0	N.R	0.0%	0	מזה: משרדים	
98.4%	75.9%	233,550	98.4%	70.0%	272,226	סה"כ קניונים ומסחר	
98.7%	24.1%	74,348	98.9%	30.0%	116,783	סה"כ משרדים	
98.5%	100.0%	307,898	98.6%	100.0%	389,009	סה"כ	

הערות לטבלה

1. הטבלה איננה כוללת את:
 - a. שטחי מועדון הספורט שבבעלות החברה (נווה שאנן – חיפה).
 - b. מקבצי הדיור שבבעלות החברה (בסמוך לקניון לב אשדוד).
 - c. שטחים בייזום ובהקמה.
2. הטבלה כוללת עסקאות שהושלמו עד בסמוך לאישור הדוחות הכספיים.
3. N.R = לא רלוונטי
4. מתייחס לשיעור תפוסה בפועל. עשוי להיות פער למול שיעור תפוסה עתידי הנגזר משטחים ששווקו ואשר טרם אוכלסו ו/או בעבודה.

נכסי החברה פרוסים בצורה רחבה מנהריה בצפון ועד אילת בדרום, בעיקר באזורי ביקוש במרכז הארץ ונהנים לאורך זמן משיעורי תפוסה גבוהים.

למועד הדו"ח, לחברה בעלות על נכסים בשטח כולל של 389 אלף מ"ר (חלקה של החברה בשטחים הינו 307.9 אלף מ"ר). מהם 272.2 אלף מ"ר (חלקה של החברה בשטחים הינו 233.5 אלף מ"ר) מיוחסים למגזר הקניונים ומרכזי המסחר ו – 116.8 אלף מ"ר למגזר המשרדים (חלקה של החברה בשטחים הינו 74.3 אלף מ"ר).

68.7% מהשטחים להשכרה בנכסים בבעלות החברה פרוסים במרכז הארץ (70.5% בחלק של החברה בשטחים), 17% בצפון הארץ (16.4% בחלק של החברה בשטחים) והיתרה בדרום הארץ ואזור ירושלים וסביבתה.

שיעור התפוסה הממוצע בנכסים בבעלות החברה (הן במגזר הקניונים ומרכזי המסחר והן במגזר המשרדים) גבוה מאוד ועומד על 98.6% (98.5% תפוסה בחלקה של החברה בשטחים).

ראה התייחסות להלן למשקל פעילות הקניונים ומרכזי המסחר ופעילות המשרדים מסך תזרים ה – NOI של החברה.

2. התפתחות NOI ו- EBITDA באלפי ש"ח

להלן מידע אודות נתוני:

ה- NOI (Net Operating Income – רווח מהשכרת נכסים והפעלתם)
ה- EBITDA (Amortization Earnings Before Interest Tax Depreciation) – רווח לפני הוצאות מימון ומיסים).

להערכת הנהלת החברה, נתון ה- NOI הינו אחד הפרמטרים החשובים בהערכות שווי של חברות נדל"ן מניב. תוצאות חלוקתו של נתון זה בשיעור ההיוון המקובל באזור הגיאוגרפי בו מצוי הנכס ("Cap Rate") מהווה את אחת מהאינדיקציות לקביעת שווי של הנכס (מעבר לאינדיקציות נוספות כגון: שווי שוק של נכסים דומים באותו איזור, מחירי מכירה למ"ר מבונה הנגזרים מעסקאות אחרונות שבוצעו, ועוד).

בנוסף משמש ה- NOI למדידת תזרים המזומנים החופשי הפנוי לשירות חוב פיננסי שנלקח למימון רכישת הנכס, וזאת כאשר מסך ה-NOI מקוזזות השקעות בשיפוצים ושמירה על הקיים (Capital Expenditure - Capex)

כמו-כן להערכת הנהלת החברה נתון ה-EBITDA נועד לתת תמונה שמשקפת בצורה מדויקת יותר את מצב העסקים של הקבוצה ואת הרווח התפעולי שלה.

מודגש בזאת כי פרמטרים אלה:

- א. אינם מציגים תזרימי מזומנים מפעילות שוטפת על פי כללי חשבונאות מקובלים.
- ב. אינם משקפים מזומנים שבנמצא למימון כל תזרימי המזומנים של הקבוצה, כולל יכולתה לבצע חלוקת כספים.
- ג. אינם אמורים להיחשב כתחליף לרווח הנקי להערכת תוצאות הפעילות של הקבוצה.

לצורך חישוב ה-NOI נלקחו בחשבון בצד ההכנסות כל התשלומים המשולמים על ידי השוכרים (לרבות דמי שכירות, דמי ניהול ותשלומים נוספים אם קיימים), ולצורך חישוב העלויות נלקחו בחשבון כל ההוצאות התפעוליות בגין הנכסים לרבות עלויות ניהול, אחזקה ונוספות. הקבוצה עורכת את דוחותיה הכספיים על בסיס תקינה בינלאומית בינ"ל ולכן בחישוב עלות השכרת והפעלת הנכסים המסווגים כנדל"ן להשקעה והפעלתם, לא נלקח בחשבון פחת.

לצורך חישוב ה-EBITDA לא נלקח בחשבון רווח משערוך נכסים.

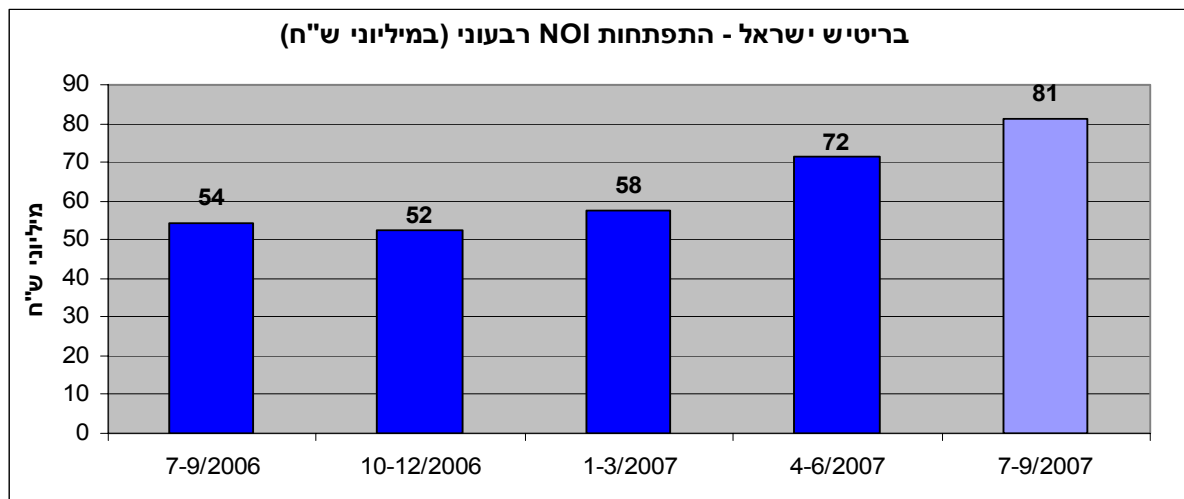
התפתחות NOI

שנת 2006	רבעון 3 2006	רבעון 3 2007	9 חודשים 2006	9 חודשים 2007	
186,847	54,184	81,258	134,640	210,439	NOI
		50%		56%	שיעור שינוי ב - NOI למול תקופה מקבילה אשתקד

פילוח NOI ע"פ מגזרי פעילות (במיליוני ₪)

7-9/2007	1-9/2007	
81	210	סה"כ NOI
70	181	מזה: בגין קניונים ומרכזי מסחר
86%	86%	שיעור מסה"כ
11	28	מזה: בגין משרדים
14%	13%	שיעור מסה"כ
0	1	מזה: בגין אחר
0%	1%	שיעור מסה"כ

בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2007, לחברה נבע תזרים NOI בהיקף של 181 מליון ש"ח מפעילות הקניונים ומרכזי המסחר (86% מסך תזרים ה - NOI בתקופה; מזה: 70 מליון ש"ח ברבעון השלישי של שנת 2007) ותזרים NOI בהיקף של 28 מליון ש"ח מפעילות המשרדים (13% מסך תזרים ה - NOI בתקופה; מזה: 11 מליון ש"ח ברבעון השלישי של שנת 2007).

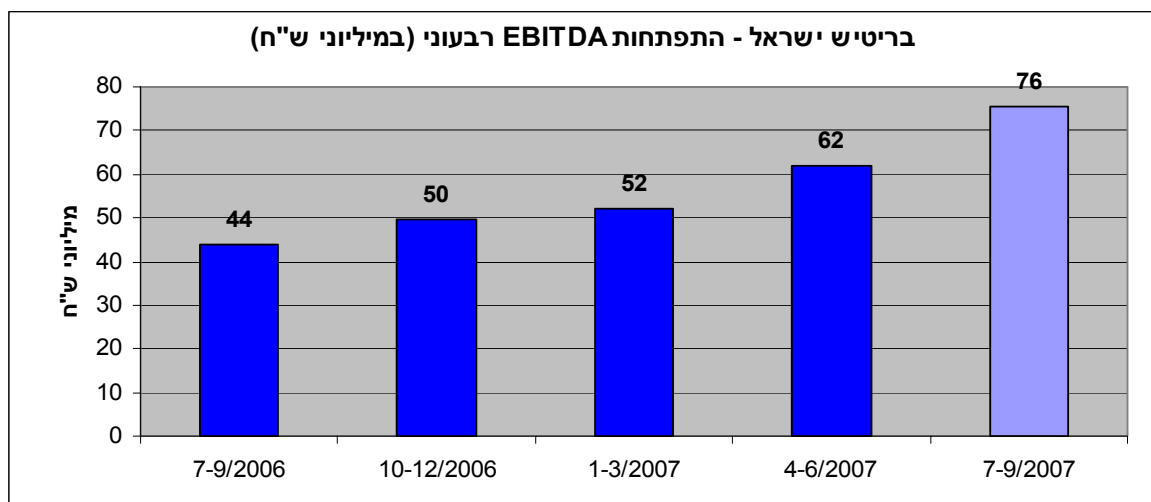


במהלך תשעת החודשים הראשונים של שנת 2007 ניכר גידול של כ - 56% בהיקף ה - NOI לרמה של כ - 210 מליון ש"ח (מזה: כ - 81 מליון ש"ח ברבעון השלישי של שנת 2007) לעומת כ-134.5 מליון ש"ח בתקופה מקבילה אשתקד (מזה כ - 54 מליון ש"ח ברבעון השלישי של שנת 2006).

העלייה האמורה נובעת בעיקרה מרכישות שהחברה ביצעה במהלך התקופה של נכסי נדל"ן ו/או הגדלת החזקות בחברות נדל"ן מניב, וכן משיפור בביצועים התפעוליים של נכסים בבעלות.

התפתחות EBITDA

שנת 2006	רבעון 3 2006	רבעון 3 2007	9 חודשים 2006	9 חודשים 2007	
164,849	43,712	75,521	114,820	190,196	EBITDA
		73%		66%	שיעור שינוי ב - EBITDA למול תקופה מקבילה אשתקד



במהלך תשעת החודשים הראשונים של שנת 2007 ניכר גידול של כ - 66% בהיקף ה EBITDA לרמה של כ - 190 מיליון ש"ח (מזה: כ - 75.5 מיליון ש"ח ברבעון השלישי של שנת 2007) לעומת כ - 115 מיליון ש"ח בתקופה מקבילה אשתקד (מזה כ - 43.5 מיליון ש"ח ברבעון השלישי של שנת 2006).

העלייה האמורה נובעת בעיקרה מרכישות שהחברה ביצעה במהלך התקופה של נכסי נדל"ן ו/או הגדלת החזקות בחברות נדל"ן מניב, וכן משיפור בביצועים התפעוליים של נכסים בבעלות.

תוצאות הפעולות**הכנסות מהשכרה, ניהול ואחזקה של נדל"ן להשקעה**

הכנסות הקבוצה מהשכרה ניהול ואחזקה של נדל"ן להשקעה הסתכמו בתקופת הדו"ח בסך 319 מיליוני ש"ח לעומת 195 מיליוני ש"ח בתקופה המקבילה אשתקד ו- 278 מיליוני ש"ח בשנת 2006. ברבעון השלישי של שנת 2007 הסתכמו ההכנסות בסך 130 מיליוני ש"ח לעומת 81 מיליוני ש"ח בתקופה המקבילה אשתקד.

הגידול בהכנסות נובע בעיקר מהכנסות שנוספו לקבוצה עקב רכישת מרכזים מסחריים חדשים במהלך שנת 2006 ובתקופת הדו"ח וכן משיפור בהכנסות במרכזים מסחריים קיימים.

ההכנסות מעליית שווי נדל"ן להשקעה

הכנסות מעליית שווי נדל"ן להשקעה של הקבוצה הסתכמו בתקופת הדו"ח ב-366 מיליון ש"ח לעומת 218 מיליון ש"ח בתקופה המקבילה אשתקד ו- 273 מיליון ש"ח בשנת 2006. ברבעון השלישי של שנת 2007 הסתכמו ההכנסות מעליית שווי נדל"ן להשקעה בסך 160 מיליוני ש"ח לעומת 140 מיליון ש"ח בתקופה המקבילה אשתקד.

עליית שווי הנכסים בשנת 2006 נבעה, בעיקר, ממרכזים מסחריים בפתח-תקווה, בחיפה וברחובות, וכן מפארק המשרדים המכונה פארק אזורים. עליית שווי הנכסים בתקופת הדו"ח נבעה בעיקר מהמרכזים המסחריים ברחובות, בפתח תקווה, חיפה ובצומת בילו.

הכנסות אחרות

לקבוצה הכנסות מניהול נכסים מחוץ לקבוצה הנובעות בעיקרן מניהול מאגרי מלונאות לצדדים לא קשורים, וכן הכנסות מהפעלת מועדון ספורט. הגידול בהכנסות בתקופת הדו"ח וברבעון השלישי של שנת 2007 נובע משינוי בתנאי ההסכמים שנחתמו עם בעלי הדירות באחד המאגרים החל מהרבעון השני של 2007.

עלות ההכנסות

עלות ההכנסות הסתכמה בתקופת הדו"ח ב- 117 מיליוני ש"ח לעומת 67 מיליוני ש"ח בתקופה המקבילה אשתקד ו-99 מיליוני ש"ח בשנת 2006. ברבעון השלישי של שנת 2007 הסתכמו הוצאות אלה ב-54 מיליוני ש"ח לעומת 30 מיליוני ש"ח בתקופה המקבילה אשתקד.

עלות ההכנסות כוללת בתקופת הדו"ח הוצאות אחזקה ואחרות בסך 104 מיליוני ש"ח, שכר ונלוות בסך 12 מיליוני ש"ח ופחת והפחתות בסך כ-1 מיליון ש"ח. הגידול בעלות ההכנסות נובע בעיקר מרכישת מרכזים מסחריים בשנת 2006 ובמהלך שנת 2007 וכן מגיוס כוח אדם לטיפול במרכזים המסחריים כאמור.

הוצאות מכירה ושיווק

הוצאות מכירה ושיווק הסתכמו בתקופת הדו"ח בכ- 1.8 מיליוני ש"ח והן נובעות בעיקר מהוצאות פרסום בגין מרכזים מסחריים שבבעלות הקבוצה.

הוצאות בגין אופציות לעובדים

הוצאות אלה מגלמות את שווי ההטבה לעובדים בגין אופציות שהוקצו להם (ראה פירוט להלן) בתקופת הדוח.

הוצאות הנהלה וכלליות

הוצאות הנהלה וכלליות, הסתכמו בתקופת הדו"ח בכ- 15 מיליון ש"ח לעומת כ- 12 מיליון ש"ח בתקופה המקבילה אשתקד ובכ- 14 מיליון ש"ח בשנת 2006. ברבעון השלישי של שנת 2007 ובתקופה המקבילה אשתקד הסתכמו הוצאות אלה בכ- 5 מיליון ש"ח.

העלייה בהוצאות אלה נובעת בעיקר מגידול בהיקף הפעילות של הקבוצה, שהביא לגיוס עובדי מטה נוספים וכן להגדלת הוצאות שכירות של המשרדים המשמשים את הנהלת הקבוצה.

העסקת עובדים ומנכ"ל

ביום 10.5.2007 נחתם הסכם לפיו הועברו כל עובדי ראיט ניהול (ישראל) בע"מ (חברה בבעלות בעלי השליטה), אשר נתנו שירותים לקבוצה, להיות עובדים של החברה מיום 1.4.2007.

ביום 10.5.2007 נחתם הסכם העסקה בין החברה לבין המנכ"ל לפיו החל מיום 1.4.2007 יעסק המנכ"ל על ידי החברה. עד ליום 30.4.2007 נתן המנכ"ל שרותי ניהול באמצעות חברה בבעלותו שנתנה שירותים לראיט ניהול (ישראל) בע"מ. להלן עיקרי ההסכם עם המנכ"ל:

ההסכם הינו לחמש שנים. כל צד יכול להפסיק את ההסכם על ידי מסירת הודעה מראש בת שישה חודשים. שכר המנכ"ל יהיה 100,000 ש"ח לחודש (ברוטו), ובנוסף הוא יהיה זכאי לרכב צמוד, מכשיר טלפון נייד, דמי הבראה על פי דין והפרשות לקופת גמל לקצבה. עלות העסקתו של המנכ"ל הינה כ- 135 אלפי ש"ח בחודש.

תרומות

הוצאות הקבוצה כללו בתקופת הדוח תרומות למוסדות ללא כוונת רווח בסך כ-358 אלפי ש"ח, 670 אלפי ש"ח בתקופה המקבילה אשתקד ו- 725 אלפי ש"ח בשנת 2006. ברבעון השלישי של שנת 2007, הוצאות הקבוצה בגין תרומות הסתכמו ב-60 אלפי ש"ח לעומת 500 אלפי ש"ח בתקופה המקבילה אשתקד. לחברה אין מדיניות מגובשת בעניין תרומות.

הוצאות תפעוליות אחרות נטו

הוצאות תפעוליות אחרות, נטו, של הקבוצה בתקופת הדו"ח ובתקופות קודמות נובעות בעיקר מהפרשה בגין תביעות תלויות.

הוצאות מימון, נטו

לקבוצה היו בתקופת הדוח הוצאות מימון (נטו) בסך 216 מיליוני ש"ח לעומת הוצאות נטו בסך 120 מיליוני ש"ח בתקופה המקבילה אשתקד ו-142 מיליוני ש"ח בשנת 2006. ברבעון השלישי של שנת 2007 הסתכמו הוצאות המימון נטו ב-124 מיליוני ש"ח לעומת 47 מיליוני ש"ח בתקופה המקבילה אשתקד. הוצאות המימון של הקבוצה מושפעות משיעור עלית המדד, שהיה חיובי בתקופת הדו"ח ובתקופה המקבילה אשתקד. (המדד בתקופת הדו"ח עלה ב-2.8% בהשוואה ל-1.4% בתקופה המקבילה אשתקד) השינוי בשיעור עלית המדד בתקופת הדו"ח ביחס לשנת 2006 וביחס לתקופה המקבילה אשתקד והעליה בהיקף ההלוואות של הקבוצה בשנת 2007 לעומת שנת 2006 עקב רכישת נכסי נדל"ן מניב, כאמור לעיל, גרמו לעליה בהוצאות המימון של הקבוצה בתקופת הדו"ח וברבעון השלישי של שנת 2007.

מיסים על ההכנסה

הוצאות המס של הקבוצה נובעות בעיקר מיצירת עתודה למיסים נדחים עקב עליית ערך נכסי נדל"ן של הקבוצה.

רווח מפעילות מופסקת

הרווח מפעילות מופסקת נובע בעיקר ממימוש האחזקות בפעילות בתחום מרכזי דור לאוכלוסיה מבוגרת שנוהלה ע"י חברה מאוחדת לשעבר.

רווח המיוחס למיעוט

ברבעון השני של שנת 2007 הגדילה הקבוצה את אחזקותיה בחברה מאוחדת באיחוד יחסי (50%) ל-70%. החברה המאוחדת הינה בעלת המרכז המסחרי המכונה גרנד קניון בחיפה. הרווח המיוחס לזכויות המיעוט בתקופת הדו"ח הוא כ-35 מיליוני ש"ח.

מצב כספי**נכסים שוטפים**

הנכסים השוטפים של הקבוצה הסתכמו ביום 30.9.2007 ב- 478 מיליוני ש"ח לעומת 238 מיליוני ש"ח ביום 31.12.2006. העליה בתקופת הדוח נובעת בעיקר מעליה בהשקעות לזמן קצר.

יתרת המזומנים ושווי מזומנים ויתרת ההשקעות לזמן קצר של הקבוצה הסתכמו ביום 30.9.2007 ב- 317 מיליון ש"ח לעומת 145 מיליוני ש"ח ביום 31.12.2006. העליה בתקופת הדו"ח נובעת בעיקר מהנפקה של מניות ואגרות חוב בבורסה שהושלמה ביום 30.5.07.

יתרת ההלוואות ופקדונות לזמן קצר של הקבוצה הסתכמה ביום 30.9.2007 ב- 97 מיליוני ש"ח לעומת 60 מיליוני ש"ח ביום 31.12.2006. היתרה ליום 30.9.07 נובעת בעיקר ממקדמות ע"ח רכישת נדל"ן מניב בצורת וכן מהלוואה בסך 60 מיליון ש"ח (בנוסף, ראה פירוט בסעיפים ז' ו - ט' להלן).

יתרת הלקוחות של הקבוצה הסתכמה ביום 30.9.2007 ב- 32 מיליוני ש"ח לעומת כ- 17 מיליוני ש"ח ביום 31.12.2006. ההפרשה לחובות מסופקים הסתכמה ביום 30.9.2007 ב- 7 מיליון ש"ח לעומת 4 מיליון ש"ח ביום 31.12.2006. ההפרשה נובעת מחובות שוכרים שגבייתם מוטלת בספק. הגידול ביתרת הלקוחות נובע בעיקר מלקוחות של מרכזים מסחריים שנרכשו והופעלו במהלך הרבעון השני והשלישי של שנת 2007.

יתרת החייבים ויתרות חובה של הקבוצה הסתכמה ביום 30.9.2007 ב- 32 מיליוני ש"ח לעומת 15 מיליוני ש"ח ביום 31.12.2006. היתרה ליום 30.9.2007 מורכבת בעיקר מיתרת מס ערך מוסף, מיתרה בגין צדדים קשורים, מהוצאות מראש, ומחייבים בגין מכירת נכסים.

נכסים לא שוטפים

הלוואות ופקדונות לזמן ארוך של הקבוצה הסתכמו ביום 30.9.2007 ב- 207 מיליוני ש"ח לעומת 202 מיליוני ש"ח ביום 31.12.2006. היתרה ליום 30.9.2007 נובעת בעיקר מהלוואה לשותף בעסקה משותפת, מהלוואה לזמן ארוך, שנתנה החברה לחברת אירוס הגלבוע בע"מ המחזיקה במרכזים מסחריים בראשון לציון ובביתר עילית, וכן מהלוואה לחברה בעלת נכס בגרמניה. ההלוואה לחברת אירוס הגלבוע ניתנה בהתאם להסכם הקצאה מותנה בין חברה מאוחדת לבין בעלי המניות של אירוס הגלבוע בע"מ. על פי ההסכם לקבוצה ניתנה אופציה להקצאת 1/3 ממניות אירוס הגלבוע בע"מ בשנת 2008.

יתרת מיסים נדחים בחובה של הקבוצה הסתכמה בכ- 5 מיליון ש"ח ביום 30.9.2007 לעומת 13 מיליון ש"ח ביום 31.12.2006. הירידה ביתרת המיסים הנדחים נובעת מניצול הפסדים בגינם נוצרו יתרות אלה.

יתרת ההשקעות הזמינות למכירה של הקבוצה הסתכמה ביום 30.9.2007 וביום 31.12.2006, בכ- 1 מיליון ש"ח. היתרה נובעת מהשקעה של חברות מאוחדות בשותפות בעלת נדל"ן מניב בגרמניה.

הרכוש הקבוע של הקבוצה הסתכם ביום 30.9.2007 בסך 18 מיליון ש"ח וביום 31.12.06 בכ- 17 מיליון ש"ח.

לקבוצה מוניטין שהסתכם ביום 30.9.2007 בסך 11 מיליון ש"ח לעומת מוניטין ליום 31.12.2006, בסך 8 מיליון ש"ח. המוניטין נוצר ברכישת החברה המנהלת מרכז מסחרי בחיפה. הגידול במוניטין נובע מהגדלת שעור האחזקה של הקבוצה במרכז המסחרי האמור.

נדל"ן להשקעה

יתרת הנדל"ן להשקעה של הקבוצה הסתכמה בכ-5.3 מליארד ש"ח ביום 30.9.2007 לעומת כ-3 מליארד ש"ח ביום 31.12.2006 העליה נובעת בעיקר מרכישות של שלושה מרכזים מסחריים והגדלת שיעור ההחזקה בשני מרכזים מסחריים מ-50% ל-100% שבוצעו בתקופת הדו"ח (1.3 מליארד ש"ח) מרכישת בנין משרדים (170 מיליוני ש"ח) מהשקעות בנכסים קיימים (כ-46 מיליוני ש"ח) מעלייה בשעור האחזקה (איחוד מלא לעומת איחוד יחסי) של מרכז מסחרי בחיפה (416 מיליוני ש"ח) ומעליית שווי הנדל"ן המניב של הקבוצה (365 מיליוני ש"ח).

יתרת הנדל"ן להשקעה חושבה לפי השווי ההוגן, אשר נקבע בהתבסס על הערכות שבוצעו ע"י שמאי מקרקעין המועסק בחברה. הערכות לתקופות קודמות בוצעו על ידי קציר, פרידמן, ברק, מעריך שאינו תלוי בחברה.

השווי ההוגן נמדד בהתבסס על היוון תחזיות תזרימי מזומנים, המתבססות על אומדנים מהימנים של תזרימי מזומנים עתידיים, הנתמכים על ידי תנאים של חוזי השכירות הקיימים וכן על ידי ראיות חיצוניות, כגון דמי שכירות שוטפים לנדל"ן דומים באותו מיקום ובאותו מצב, וכן שימוש בשיעורי היוון, המשקפים הערכות שוק בדבר חוסר הודאות לגבי הסכום והעיתוי של תזרימי המזומנים.

במהלך תקופת הדו"ח רכשה הקבוצה נכסי נדל"ן כמפורט להלן:

א. רכישת 50% נוספים מחונים וקונים

ביום 2.1.2007, רכשה הקבוצה 50% מהזכויות במרכז המסחרי חונים קונים ו-50% ממניות חברת חונים קונים בע"מ, תמורת 52 מיליוני ש"ח. העסקה הושלמה ביום 22.2.2007. לאחר רכישה זו מחזיקה הקבוצה ב-100% מהזכויות במרכז המסחרי חונים קונים.

ב. רכישת קניון הדר ירושלים

ביום 18.1.2007, חתמה הקבוצה על הסכם לרכישת 50% מקניון הדר בירושלים ו-50% ממניות החברה לניהול בית ריבוע-הדר בע"מ, בתמורה לסך של 31 מיליוני דולר ארה"ב. העסקה הושלמה ביום 31.5.2007.

ג. רכישת בית קריסטל

ביום 21.2.2007 רכשה הקבוצה באמצעות כלל נדל"ן - בית הקריסטל בע"מ את מלוא זכויות הבעלות בבית משרדים המכונה "בית הקריסטל". העסקה הושלמה ביום 5.7.2007. תמורת הרכישה מסתכמת ב-155 מיליוני ש"ח.

ד. הגדלת החזקות הקבוצה בקניון רחובות

ביום 13.6.2007 נחתם בין הקבוצה לבין שותפיה בקניון רחובות הסכם לעריכת התמחרות לגבי מלוא זכויות הצדדים בקניון.

ביום 17.6.2007 קיבלה הקבוצה הצעה מהשותפים למכירת מלוא זכויותיה בקניון ובחברת הניהול על פי שווי של 875 מיליון ש"ח (לקניון כולו). ביום 25.6.2007 הודיע הקבוצה לשותפים כי היא מממשת את האופציה ורוכשת את חלק השותפים בקניון ובחברת הניהול תמורת 410 מיליון ש"ח. העסקה הושלמה ביום 30.7.2007.

ה. רכישת קניון לב אשדוד

ביום 16.4.2007 הושלמה עסקה לפיה רכשה הקבוצה את הנכס הידוע כ"קניון לב אשדוד" ושני מקבצי דיור בסמוך לו בתמורה ל-260 מיליוני ש"ח.

ו. רכישת קניון השרון

ביום 28.6.2007 חתמה הקבוצה על הסכם לרכישת הקניון הידוע כ"קניון השרון" בנתניה תמורת סך של 344 מליון ש"ח. העיסקה הושלמה ביום 30.8.2007.

ז. רכישת בניין משרדים ברעננה

ביום 12.7.2007 חתמה הקבוצה על הסכם לפיו יוקצו לה 85% ממניות בחברה המחזיקה בכ- 73% מבניין משרדים ברעננה תמורת ערכן הנקוב. בנוסף התחייבה הקבוצה להעמיד לחברה בעלת הבניין הלוואות בעלים בסכום אשר יחד עם תמורת המניות יסתכם ב- 48 מליון ש"ח. ביום 6.8.2007 התקיימו התנאים המתלים בעסקה, והיא נכנסה לתוקף. בתקופת הדוח נתנה הקבוצה למוכרים הלוואות בסך 60 מליון ש"ח. ביום 15.10.2007 הושלמה העסקה, ההלוואות למוכרים הוסבו בחלקן להלוואות לחברה בעלת המשרדים ובחלקם היוו תשלום עבור מניות החברה בעלת המשרדים.

ח. רכישת 1/3 מהזכויות במתחם IKEA

ביום 9.8.2007 חתמה הקבוצה על הסכם לרכישת 1/3 מזכויות החכירה במקרקעין הידועים (חנות "IKEA" באזור התעשייה הדרומית של נתניה. יתרת הזכויות (2/3) נרכשו ע"י שותף. הקבוצה תשלם כ-58 מליון ש"ח תמורת חלקה. הסכם הרכישה מותנה בהתקיימות מספר תנאים. לאחר חתימת ההסכם, הגיש צד ג', הטוען לזכויות בחברה, צו מניעה נגד העסקה. טרם ניתנה החלטת בית משפט בנושא.

ט. רכישת פאוור סנטר בנצרת

ביום 10.8.2007 חתמה הקבוצה על הסכם לרכישת פאוור סנטר בעיר נצרת. בנייתו של הנכס הושלמה לאחרונה ומושכרים בו כ- 13 אלף מ"ר. בנכס קיימות גם זכויות בניה לא מנוצלות למסחר. בתמורה לנכס התחייבה הקבוצה לשלם 137.5 מליוני ש"ח. העיסקה טרם הושלמה.

כמן כן, בתקופת הדו"ח הגדילה הקבוצה את אחזקותיה במניות של חברות בנות כמפורט להלן:

א. הגדלת החזקות הקבוצה באזורי שוער

ביום 7.1.2007 הקצתה אזורי שוער בע"מ מניות נוספות לחברה מאוחדת כך שלאחר ההקצאה הגדילה החברה המאוחדת את החזקותיה באזורי שוער בע"מ ל- 80%. ביום 11.1.2007 רכשה החברה המאוחדת את 20% המניות הנותרים והגדילה את החזקותיה ל- 100%.

ב. הגדלת החזקות הקבוצה במ.ק.ח

ביום 6.6.2007 נחתם הסכם בין חברה בקבוצה, שהחזיקה ב- 50% ממניות מ.ק.ח. מרכז קניון חיפה בע"מ (המחזיקה ב"גרנד קניון" בחיפה) וגרנד קניון בע"מ המנהלת את הקניון, לבין בעלי המניות האחרים בחברות אלו. על פי ההסכם יוקצו לקבוצה 20% נוספים ב- 2 החברות כך שאחזקתה תעלה ל- 70%. תמורת ההקצאה תהיה 165 מליוני ש"ח. ההסכם הותנה בקבלת אישור הממונה על ההגבלים העסקיים. ביום 21.6.2007 התקבל אישור הממונה ובכך התקיים התנאי להתקיימות ההסכם.

במהלך תקופת הדו"ח מכרה החברה נדל"ן בלוד ובאשדוד בתמורה לסך כולל של כ- 25 מליון ש"ח.

פעילות שהופסקה

לקבוצה פעילות שהופסקה במהלך שנת 2006, בתחום מרכזי דיור לאוכלוסיה מבוגרת. בבעלות הקבוצה נותרו ביום 31.12.2006 12.2% ממניות החברה המנהלת את הפעילות שהופסקה כאמור. יתרת הנכסים המיוחסים לפעילות המופסקת ליום 31.12.2006 מייצגת את יתרת השווי של הפעילות המופסקת בספרי הקבוצה ליום 30.9.2006, המועד בו ירדה אחזקתה של הקבוצה בפעילות המופסקת אל מתחת ל-25%. במהלך הרבעון השני של שנת 2007 חתמה חברה מאוחדת על הסכם למכירת יתרת אחזקותיה, בתמורה לכ- 23 מיליוני ש"ח.

נכסים המסווגים למכירה

יתרת הנכסים המסווגים כמוחזקים למכירה הסתכמה ביום 30.9.2007 ב- 15 מליון ש"ח. היתרה מורכבת בעיקר מנדל"ן בטירת הכרמל ובתלפיות.

התחייבויות שוטפות

ההתחייבויות השוטפות של הקבוצה הסתכמו ביום 30.9.2007 ב- 683 מיליוני ש"ח לעומת 674 מיליוני ש"ח ביום 31.12.2006.

הירידה באשראי לזמן קצר מתאגידים בנקאיים ומאחרים נובעת בעיקר מהמרת הלוואות לזמן קצר בהלוואות לזמן ארוך. ירידה זו קוזזה ממיון הלוואה מבעלי שליטה בסך כ-90 מליון ש"ח שמויינה לחלויות שוטפות עקב פרעונה הצפוי בטווח הקצר. בהמשך לאמור בביאור 25 ב' 2 (5) לדוחות הכספיים ליום 31.12.2006, הוסרו במהלך תקופת הדוח ערבויות בסך כ- 43 מליון ש"ח שניתנו על ידי הקבוצה לבנק איגוד בגין התחייבויות חברות בבעלות בעלי השליטה בחברה. בתקופת הדוח פרעה החברה 90 מיליוני ש"ח מתוך הלוואות שקיבלה מבעלי השליטה. להערכת מנהלי החברה עד תום שנת 2007 יוסרו כל הערבויות המוזכרות בביאור לעיל, ותפרע יתרת הלוואה בסך 90 מליון ש"ח לבעלי השליטה. לפיכך הוצגה יתרת הלוואות מבעלי שליטה כחלק מחלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך.

העליה בהתחייבויות לספקים ולנותני שירותים נובעת ממרכזים מסחריים שנרכשו והופעלו במהלך החציון הראשון של שנת 2007.

יתרת הזכאים ויתרות זכות ליום 30.9.2007 הסתכמה בכ – 149 מיליוני ש"ח לעומת 78 מיליוני ש"ח ביום 31.12.2006. היתרה ליום 30.9.2007 נובעת בעיקר מיתרה של בעלי זכויות המיעוט בחברה מאוחדת, מריבית לשלם ומהוצאות אחרות לשלם.

התחייבויות לא שוטפות

התחייבויותיה הלא שוטפות של הקבוצה הסתכמו ביום 30.9.2007 ב- 4.2 מליארד ש"ח לעומת 2.5 מליארד ש"ח ביום 31.12.2006. העליה בהתחייבויות הלא שוטפות של הקבוצה נובעת בעיקר מעליה בהתחייבויות לתאגידים בנקאיים בסך 741 מליון ש"ח מעליה באגרות החוב בסך 876 מליון ש"ח, שקוזזו מירידה בהלוואות, מאחרים בסך 40 מליון ש"ח, מעלייה בהתחייבות לאחרים בסך 22 מליון ש"ח ומעליה ביתרת המיסים הנדחים בסך 140 מיליון ש"ח.

העליה בהתחייבויות לתאגידים בנקאיים נובעת מקבלת הלוואות לזמן ארוך מבנקים בגין רכישת מרכזים מסחריים (1.1 מליארד ש"ח), מעליה ממעבר מ"איחוד יחסי" לאיחוד מלא עקב הגדלת שיעור אחזקת הקבוצה בחברת בת בעלת מרכז מסחרי בחיפה (0.1 מליארד ש"ח), מנגד חלק מהעליה קוזזה מעליה בחלויות השוטפות (כ- 150 מליון ש"ח) ומפרעון הלוואות מבנקים שהומרו להלוואות מבעלי ענין ולהון עצמי כמפורט להלן.

העברת הלוואה לבעלי השליטה

בהתאם להסכם עם בעלי השליטה מיום 14.5.2007 הוסבה הלוואה על סך 303 מיליון ש"ח שנטלה החברה מבנק דיסקונט ל- UK ONE BV - בעלת השליטה בחברה (להלן: "UK ONE") באופן שרואים את UK ONE כאילו הלוואה על פי הסכם המימון הועמדה לה. החברה שילמה ל- UK ONE תמורה ההסבה כלהלן:

- (א) 199 מיליון ש"ח כנגד הקצאת 98,807 אלפי מניות.
- (ב) כ- 22 מיליון ש"ח בדרך של קיזוז מהתמורה בגין מכירת מניות משכנות כלל (1982) בע"מ.
- (ג) היתרה שולמה מתוך תמורת ההנפקה לציבור.

יתרות אגרות החוב של הקבוצה הסתכמה ביום 30.9.2007 ב- 1.6 מליארד ש"ח לעומת 0.8 מליארד ש"ח ביום 31.12.2006 העליה נובעת בעיקר מהנפקת אגרות חוב לציבור מיום כ-30.5.2007 בסך כ-530 מיליון ש"ח נטו ומהנפקה פרטית למשקיעים מוסדיים מיום 10.7.2007 בתמורה ל- 359 מיליון ש"ח. (ראה פירוט להלן) העליה האמורה קוזזה מפרעון מוקדם של אג"ח של חברה מאוחדת, מיום 11.7.2007 בסך 54 מיליון ש"ח, וכן מפרעון אג"ח סדרה 3 בסך 21 מיליון ש"ח.

יתרת הלוואות מאחרים של הקבוצה ירדה בתקופת הדו"ח ב-40 מיליון ש"ח. הירידה נובעת מקבלת הלוואה מגוף מוסדי בגין רכישת מרכז מסחרי (95 מיליון ש"ח) בניכוי פרעון הלוואות מחברות בעלות שליטה ומיין הלוואות מבעלי שליטה לחלויות שוטפות (123 מיליון ש"ח).

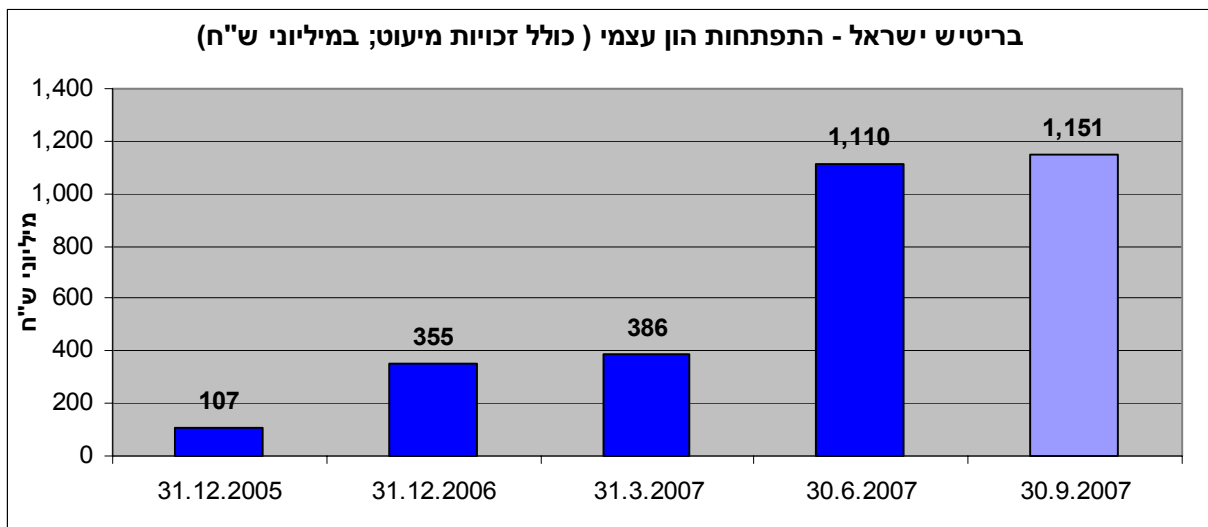
הגידול בהתחייבויות לאחרים של הקבוצה בתקופת הדו"ח בסך כ-22 מיליון ש"ח נובע בעיקר מעליה בהתחייבות בגין דמי חכירה של חברת בת ששיעור האחזקה בה עלה מאיחוד יחסי לאיחוד מלא (12 מיליון ש"ח), מגידול בפקדונות משוכרים (5 מיליון ש"ח), ומגידול בהפרשות למיסים (1 מיליון ש"ח).

יתרת המיסים הנדחים הסתכמה ביום 30.9.2007 ב- 365 מיליון ש"ח לעומת 223 מיליון ש"ח ביום 31.12.2006. העליה נובעת בעיקר מעליה בשעור האחזקה בחברה מאוחדת מאיחוד יחסי לאיחוד מלא (46 מיליון ש"ח) ומיצירת התחייבות למיסים נדחים בגין עליית ערך הנכסים בתקופת הדו"ח (92 מיליון ש"ח).

ההתחייבויות בשל הטבות לעובדים הסתכמו ביום 30.9.2007 כ-1.6 מיליון ש"ח לעומת 1.1 מיליון ש"ח ביום 31.12.2006.

הון עצמי

להלן מתוארת ההתפתחות של ההון העצמי של הקבוצה (כולל זכויות מיעוט):



ההון העצמי (כולל זכויות מיעוט) של הקבוצה הסתכם ביום 30.9.2007 ב- 1.15 מיליארד ש"ח (מזה: הון עצמי בהיקף של 1.06 מיליארד ש"ח) לעומת 355 מיליוני ש"ח (מזה: הון עצמי בהיקף של 352 מיליוני ש"ח) ביום 31.12.2006. העלייה בתקופת הדוח נובעת בעיקר מהנפקה לציבור של מניות וכתבי אופציה והמרת הלואות בעלי עניין להון (496 מיליון ש"ח) ומהרווח הנקי בתקופת הדו"ח (243 מיליון ש"ח).

הנפקת ניירות ערך של החברה

הנפקה לציבור

1. על פי תשקיף שפרסמה החברה ביום 21.5.2007 הוצעו לציבור ניירות ערך כדלקמן: 25,000,000 מניות רגילות בנות 1 ש"ח ע.נ. כל אחת; 500,000,000 ש"ח אגרות חוב (סדרה א'); 10,000,000 כתבי אופציה (סדרה 1); ו- 10,000,000 כתבי אופציה (סדרה 2), אשר הוצעו לציבור ב- 1,000,000 יחידות (להלן "היחידות") בדרך של מכרז על מחיר היחידה שלא יפחת מ- 800 ש"ח ולא יעלה על 875 ש"ח.

2. ביום 30.5.2007 התקיים מכרז לפיו נקבע מחיר היחידה לסך 860 ש"ח.

3. התמורה המיידית ברוטו שהתקבלה על ידי החברה בגין ההנפקה הסתכמה ב- 860,000 אלפי ש"ח.

הנפקה פרטית של אגרות חוב

ביום 10.7.2007 הנפיקה החברה אגרות חוב בהנפקה פרטית למשקיעים מוסדיים בדרך של הרחבת סדרה א'. סך הכל הוקצו אגרות חוב בסך 336,761 אלפי ש"ח ע.נ. בתמורה לסך של 359 מיליון ש"ח.

אופציות לעובדים

על פי החלטת דירקטוריון החברה מיום 10.5.2007 הוקצו ל- 11 עובדים של החברה (כולל מנכ"ל החברה) אופציות הניתנות למימוש לעד 3,461 אלפי ש"ח מניות בנות 1 ש"ח ע.נ., אשר מהוות 3.4% ממניות החברה. מחיר המימוש לגבי אופציות הניתנות למימוש ל- 1,193 אלפי מניות יהיה 1 ש"ח ומחיר יתרת האופציות, הניתנות למימוש ל- 2,268 אלפי מניות, יהיה 12.3 ש"ח. מחירי המימוש אינם צמודים למדד.

האופציות הוקצו לעובדים באמצעות נאמן במסלול רווח הון כהגדרתם של מונחים אלה בסעיף 102 לפקודת מס הכנסה (נוסח חדש), התשכ"ה-1961. הנאמן יחזיק באופציות עבור הניצעים במשך כל תקופת קיומן, וכן יחזיק במניות המימוש עד למכירתן או עד תשלום המס החל על הניצע, לפי המוקדם.

ביום 21.6.2007 אישר דירקטוריון החברה להקצות לעובד החברה (שאינו נושא משרה) אופציות הניתנות למימוש ל- 210 אלפי ש"ח מניות בנות 1 ש"ח ע.ג. של החברה, המהוות 0.17% ממניות החברה, תמורת מחיר מימוש של 12.3 ש"ח למניה.

תנאי האופציות החדשות זהים לתנאים שנקבעו בהקצאה מיום 10.5.2007.

תזרימי מזומנים

.5

תזרימי מזומנים מפעילות שוטפת נמשכת לפי שינויים בהון החוזר בתקופת הדו"ח בסך 63 מיליון ש"ח לעומת תזרים מפעילות כאמור בתקופה המקבילה אשתקד בסך 47 מיליון ש"ח, ולעומת תזרים מזומנים כאמור בסך 52 מיליון ש"ח בשנת 2006. תזרים המזומנים מפעילות שוטפת כאמור נובע בעיקרו מהרווח הנקי בניכוי עליית שווי נדל"ן להשקעה, בתוספת הפחתות והתאמות אחרות שאינן כרוכות בתזרימי מזומנים. השיפור בתזרים מפעילות שוטפת, כאמור, נובע מעליה בדמי השכירות ומהשיפור ברווחיות.

תזרימי מזומנים שמשו לפעילות השקעה הסתכמו בתקופת הדו"ח בסך 1,889 מיליון ש"ח. סכום זה מורכב בעיקר מהפירוט שלהלן (במיליון ש"ח):

1,551	השקעה בנדל"ן להשקעה
	רכישת מניות בחברה שהיתה מאוחדת באיחוד יחסי
140	הפכה למאוחדת באיחוד מלא
241	השקעות לזמן קצר
	בניכוי:
(25)	תמורה ממימוש נדל"ן להשקעה
(23)	מזומנים נטו מהשקעה בפעילות מופסקת.
(5)	אחר
<u>1,889</u>	סה"כ

תזרימי מזומנים שנבעו מפעילות מימון הסתכמו בתקופת הדו"ח בסך 1,740 מיליון ש"ח. סכום זה מורכב בעיקר מהפירוט שלהלן:

886	הנפקת אגרות חוב
1,109	קבלת הלוואות לזמן ארוך מבנקים למימון השקעות בנדל"ן להשקעה ובחברות המוחזקות
296	הנפקת הון ותקבולים בגין אופציות
95	קבלת הלוואות לז"א מאחרים
	בניכוי:
(325)	פרעון אשראי לז"ק מבנקים נטו
(157)	פרעון אשראי מבעלי ענין
(78)	פרעון אג"ח
(45)	פרעון אשראי לז"א מבנקים
(36)	דיבידנד למיעוט
(4)	אחר
<u>1,740</u>	

6. איתנות פיננסית

להלן מידע אודות יחס חוב להון (חוב ל-Cap, נטו) של הקבוצה:

31.12.2006	30.9.2006	30.9.2007	
87.2%	89.1%	76.3%	חוב ל-Cap, נטו

יחס חוב ל-Cap, הוא היחס שבין החוב מנוכה תיק נזיל ל-Cap מנוכה תיק נזיל (ה-Cap הוא החוב הפיננסי של הקבוצה בתוספת ההון העצמי וזכויות המיעוט).

תיק נזיל כולל מזומנים ושווי מזומנים, השקעות לזמן קצר, הלוואות שניתנו ופיקדונות לזמן קצר ולזמן ארוך.

מהנתונים המתוארים לעיל עולה כי חל שיפור ניכור ביחס ל-Cap נטו בשל השלמת תהליך הנפקת המניות לציבור המרת החוב לבעלי מניות, ומרווחיותה השוטפת של הקבוצה.

הקבוצה התחייבה לשמור על יחס חוב ל - CAP בשיעור 78% במסגרת דירוג מעלות.

7. מקורות מימון

מקורות המימון העיקריים של הקבוצה ליום 30.9.07, פרט להונה העצמי, כללו בעיקר:

אשראי לז"א מתאידיים בנקאיים בסך בסך 2,164 מליוני ש"ח.

אגרות חוב בסך 1,722 מליוני ש"ח.

אשראי לזמן קצר מבנקים ואחרים בסך 189 מליוני ש"ח.

הלוואות מאחרים בסך 173 מליוני ש"ח.

אשראי לזמן קצר מבעלי עניין בסך 90 מליוני ש"ח.

הגרעון בהון החוזר של הקבוצה ליום 30.9.2007 הסתכם ב-204 מליוני ש"ח לעומת 506 מליוני ש"ח ביום 30.9.2006 ו-436 מליוני ש"ח ביום 31.12.2006. הגרעון בהון החוזר, כאמור, אינו משפיע על פעילותה השוטפת של הקבוצה מאחר ולקבוצה יכולת מיחזור הלוואות שזמן פרעונן קרב. כמו כן, כאמור לעיל, לקבוצה תזרים חיובי מפעילות שוטפת המשמש בין היתר לפרעון ההתחייבויות השוטפות.

8. גילוי על המבקר הפנימי

אין שינוי בתקופת הדו"ח ביחס לשנת 2006.

9. חשיפה לסיכוני שוק ודרכי ניהולם

א. האחראי בקבוצה לניהול סיכוני השוק הוא סמנכ"ל הכספים של החברה, מר טל גינזבורג. מר טל גינזבורג מדווח ליו"ר הדירקטוריון ומנכ"ל החברה, מר עמיר בירם, על פעילותו בתחום זה.

ב. הקבוצה חשופה לשינויים במדד המחירים לצרכן אליו צמודות עיקר התחייבויות הקבוצה לזמן ארוך. הכנסותיה של הקבוצה מהשכרת מבנים צמודות למדד המחירים לצרכן, ומקטינות חשיפה זו.

ג. לקבוצה חשיפה לשינויים בשערי החליפין של השקל הישראלי מול הדולר של ארה"ב, מאחר והלוואות שניתנו לחברה ע"י בעלי שליטה צמודים לשע"ח של הדולר. מאחר והחברה מדווחת על תוצאותיה בש"ח, יש לפיחות השקל ביחס לדולר השפעה שלילית על הרווח בש"ח ואילו לייסוף השקל השפעה חיובית.

ד. לקבוצה הלוואה בשותפות המחזיקה בנכס מקרקעין בגרמניה, ההלוואה צמודה ליורו ולכן לפיחות בשע"ח של היורו ביחס לשקל השפעה חיובית על רווחים אלו ולייסוף השקל השפעה שלילית.

ה. ההתחייבויות הפיננסיות של החברה כוללות הלוואות הנושאות ריבית קבועה.

ו. מדיניות הקבוצה בניהול סיכוני שוק

מנהלי החברה בוחנים את סיכוני השוק בתחום הריבית, המדד ושער החליפין באופן שוטף ופועלים לצמצום החשיפה הכלכלית בסיכונים אלה, תוך בחינת שיקולי עלות-תועלת, כגון שינויים בהרכב האשראי הבנקאי לזמן ארוך וקצר ושינויים בהרכב תיק ההשקעות הנזיל.

ז. פיקוח על מדיניות ניהול סיכוני שוק

מנכ"ל החברה, מר עמיר בירם, מקבל דיווחים שוטפים על הסיכונים הקיימים בקבוצה. החלטות בעניינים אלה מתקבלות בדרך כלל על ידי הנהלת החברה. דירקטוריון החברה לא קבע קריטריונים ומגבלות כמותיים להיקפי החשיפה השונים.

ח. שווי הוגן של מכשירים פיננסיים

המכשירים הפיננסיים של הקבוצה כוללים בעיקר מזומנים ושווי מזומנים, השקעות לזמן קצר, חייבים ויתרות חובה לזמן ארוך, אשראי לזמן קצר, זכאים ויתרות זכות והלוואות והתחייבויות לזמן ארוך.

להלן מבחני רגישות לשינויים בשוויים ההוגן של מכשירים פיננסיים עיקריים:

א. הטבלה שלהלן מפרטת מבחני רגישות לשווי אגרות חוב והלוואות הנושאות ריבית קבועה בהתאם לשינויים בריבית הקבועה (באלפי ש"ח):

רווח (הפסד) מהשינויים		רווח (הפסד) מהשינויים			
ירידה בשיעור הריבית הקבועה		עלייה בשיעור הריבית הקבועה			
10%	5%	10%	5%	שווי הוגן ליום 30/9/2007 (*)	
(48,635)	(24,072)	46,719	23,593	אגרות חוב צמודות מדד	
(32,361)	(16,086)	31,616	15,900	הלוואות שקליות צמודות מדד שהתקבלו	
1,991	990	(1,948)	(979)	הלוואות שקליות צמודות מדד שנתנו	
(25)	(12)	25	12	הלוואות שקליות שאינן צמודות שהתקבלו	

ב. הטבלה שלהלן מפרטת מבחני רגישות לשווי הלוואות צמודות מט"ח שניתנו ע"י הקבוצה והנושאות ריבית קבועה (באלפי ש"ח) בהתאם לשינויים בשיעור הריבית המקובלת בשוק או בהתאם לשינויים בשער החליפין של המטבע:

רווח (הפסד) מהשינויים			רווח (הפסד) מהשינויים		
ירידה בשיעור הריבית הקבועה או בשע"ח			עלייה בשיעור הריבית הקבועה או בשע"ח		
10%	5%	שווי הוגן ליום 30/9/2007 (*) (**)	10%	5%	
292	146	78,293	(289)	(145)	שינוי בשיעור הריבית
187	93	14,141	(184)	(93)	
(7,829)	(3,915)	78,293	7,829	3,915	שינוי בשער החליפין
(1,414)	(707)	14,141	1,414	707	

ג. הטבלה שלהלן מפרטת מבחני רגישות לשווי הוגן של זרם תקבולים עתידי מחוזי שכירות חתומים צמודי מדד (ללא מימוש אופציות) בהתאם לשינויים בשיעור הריבית צמודת מדד המקובלת בשוק*

רווח (הפסד) מהשינויים			רווח (הפסד) מהשינויים		
ירידה בשיעור הריבית צמודת המדד המקובלת בשוק			עלייה בשיעור הריבית צמודת המדד המקובלת בשוק		
10%	5%	שווי הוגן ליום 30/9/2007 (*)	10%	5%	
8,336	4,140	700,713	(8,119)	(4,086)	חוזי שכירות צמודי מדד

(*) שיעורי הריבית ששימשו בבסיס החישוב הם כלהלן:

ריבית צמודת מדד – 4.5% - 6.5%
 ריבית שאינה צמודה - 6%
 ריבית צמודת דולר - 8%
 ריבית צמודת אירו - 4%

(**) שערי החליפין ששימשו בבסיס החישוב: דולר – 4.013; אירו – 5.6898

10. אומדנים חשבונאיים קריטיים

הכנת הדוחות הכספיים של החברה בהתאם לתקני דיווח כספי בינלאומיים (IFRS), דורשת מההנהלה לערוך אומדנים ולהניח הנחות המשפיעות על הסכומים המוצגים בדוחות הכספיים.

אומדנים אלו מצריכים לעיתים שיקול דעת בסביבה של אי וודאות והינם בעלי השפעה מהותית על הצגת הנתונים בדוחות הכספיים.

להלן יתוארו האומדנים החשבונאיים הקריטיים המשמשים בהכנת הדוחות הכספיים של החברה, אשר בעת גיבושם נדרשה הנהלת החברה להניח הנחות באשר לנסיבות ואירועים הכרוכים באי וודאות משמעותית. בשיקול דעתה בקביעת האומדנים, מתבססת הנהלת החברה על ניסיון העבר, עובדות שונות, גורמים חיצוניים ועל הנחות סבירות בהתאם לנסיבות המתאימות לכל אומדן. התוצאות בפועל עשויות להיות שונות מאומדני ההנהלה.

נדל"ן להשקעה - אחת לרבעון מעריכה החברה את שווי מרבית הנדל"ן להשקעה. הגישה המקובלת להערכת שווי נדל"ן להשקעה הינה "גישת היוון ההכנסות", כאשר שיעור ההיוון הראוי נקבע בהתחשב בגורמי הסיכון הספציפיים של הנכס המוערך.

בהערכת גורמי הסיכון נלקחים בחשבון גורמים סביבתיים, ביקושים, מיסים והיטלים צפויים, תוכניות בינוי וכדומה. כמו כן, נדרשת הערכת ההנהלה לגבי ההכנסות הצפויות, שיעורי תפוסה בנכס ועוד. אומדנים אלה מתבססים על תקציבים מאושרים, הנערכים על ידי הנהלת החברה ואשר מסתמכים בין היתר על הסכמים שנחתמו עם שוכרים וניסיון העבר אותו צברה החברה בניהול והחזקה של נדל"ן להשקעה. הנהלת החברה בוחנת את האומדנים אחת לרבעון.

11. הליך אישור הדו"חות הכספיים

דירקטוריון החברה הוא האורגן אשר דן בדו"חות הכספיים ומאשר אותם, לאחר שחברי הדירקטוריון מקבלים לידיהם את טיוטת הדו"חות הכספיים מספר ימים לפני הישיבה.

במהלך ישיבת הדירקטוריון בה נדונים ומאושרים הדו"חות הכספיים נסקרים באופן מפורט עיקרי הדו"חות הכספיים וכן הסוגיות המהותיות בדיווח הכספי, לרבות עסקאות שאינן במהלך העסקים הרגיל אם ישנן, ההערכות המהותיות והאומדנים הקריטיים שיושמו בדו"חות הכספיים, סבירות הנתונים, המדיניות החשבונאית שיושמה ושינויים שחלו בה ויישום עיקרון הגילוי הנאות בדו"חות הכספיים ובמידע הנלווה.

מנכ"ל החברה, מר עמיר בירם, סוקר את פעילותה השוטפת של החברה. והשפעת פעילות זו על תוצאותיה ומדגיש בפני חבר הדירקטוריון סוגיות מהותיות.

שלושה מתוך חמישה חברי הדירקטוריון הינם בעלי מומחיות חשבונאית ופיננסית, לרבות דירקטור אחד חיצוני, והידע והניסיון שלהם בנושאים פיננסיים ניכר בהליך אישור הדו"חות הכספיים של החברה. בישיבת הדירקטוריון בה נדונים ומאושרים הדו"חות הכספיים, מוזמנים ונוכחים נציגים של רואה החשבון המבקר של החברה, והן נוהגים להוסיף את הערותיהם והארותיהם באשר לדו"חות הכספיים ולעמוד לרשות חברי הדירקטוריון בכל השאלה והבהרה באשר לדו"חות טרם אישורם.

12. סקר עמיתים

בחודש יולי 2005 פורסמה הנחיית רשות ניירות ערך המחייבת גילוי בדבר מתן הסכמה לביצוע "סקר עמיתים" שמטרתו, כאמור בהנחייה, להניע תהליך בקרה לעבודת משרדי רואי החשבון המבקרים ובחינת קיום הנהלים הנדרשים במהלך עבודת הביקורת המבוצעת על ידי רואי החשבון המבקרים. החברה נתנה את הסכמתה לביצוע סקר עמיתים ונכונה לשתף פעולה לקידום התהליך.

13. מאזן לפי בסיסי הצמדה

א. ליום 30.9.2007 (בלתי מבוקר)
(באלפי ש"ח)

בסיס הצמדה									
סך הכל	נכסים לא כספיים	יין יפני	ליש"ט	אירו	דולר של ארה"ב	לא צמוד	מדד המחירים לצרכן	ניירות ערך סחירים	נכסים
נכסים שוטפים									
76,864	-	-	515	49	91	76,209	-	-	מזומנים ושוי מזומנים
240,553	-	-	-	-	-	-	-	240,553	השקעות לזמן קצר
97,119	-	-	-	-	-	19,199	77,920	-	הלוואות ופקדונות לזמן קצר
32,128	-	-	-	-	-	32,128	-	-	לקוחות
31,564	3,830	-	-	-	-	5,705	22,029	-	חייבים ויתרות חובה
478,228	3,830	-	515	49	91	133,241	99,949	240,553	
נכסים לא שוטפים									
207,206	-	-	-	14,141	78,293	15,598	99,174	-	הלוואות ופקדונות לזמן ארוך
5,415	5,415	-	-	-	-	-	-	-	מסים נדחים
3,103	1,794	-	-	-	-	-	1,309	-	הוצאות נדחות ונכסים אחרים
1,112	1,112	-	-	-	-	-	-	-	השקעות זמינות למכירה
11,199	11,199	-	-	-	-	-	-	-	מוניטין
18,469	18,469	-	-	-	-	-	-	-	רכוש קבוע
5,345,665	5,345,665	-	-	-	-	-	-	-	נדל"ן להשקעה
5,592,169	5,383,654	-	-	14,141	78,293	15,598	100,483	-	
נכסים מיוחסים לפעילות מופסקת									
15,526	15,526	-	-	-	-	-	-	-	נכסים המסווגים כמוחזקים למכירה
6,085,923	5,403,010	-	515	14,190	78,384	148,839	200,432	240,553	סך הכל נכסים
התחייבויות									
התחייבויות שוטפות									
475,772	-	6,850	-	-	91,265	196,695	180,962	-	אשראי מתאגידים בנקאיים ומאחרים
28,791	-	-	-	-	-	-	28,791	-	חלויות שוטפות של אגרות חוב
29,039	-	-	-	-	-	29,039	-	-	התחייבויות לספקים ולנותני שירותים
148,929	10,074	-	-	-	3,073	27,300	108,482	-	זכאים ויתרות זכות
682,531	10,074	6,850	-	-	94,338	253,034	318,235	-	
התחייבויות לא שוטפות									
1,967,254	-	-	-	-	806	526,324	1,440,124	-	התחייבויות לתאגידים בנקאיים
1,693,385	-	-	-	-	-	-	1,693,385	-	אגרות חוב
172,641	-	-	-	-	-	-	172,641	-	הלוואות מאחרים
53,022	15,600	-	-	-	-	5,543	31,879	-	התחייבויות לאחרים
364,601	364,601	-	-	-	-	-	-	-	מסים נדחים
1,612	1,612	-	-	-	-	-	-	-	התחייבויות בשל הטבות לעובדים
4,252,515	381,813	-	-	-	806	531,867	3,338,029	-	
4,935,046	391,887	6,850	-	-	95,144	784,901	3,656,264	-	סך הכל התחייבויות
1,150,877	5,011,123	(6,850)	515	14,190	(16,760)	(636,062)	(3,455,832)	240,553	נכסים בניכוי התחייבויות

13. מאזן לפי בסיסי הצמדה (המשך)

ב. ליום 31.12.2006 (מבוקר)
(באלפי ש"ח)

בסיס הצמדה									
סך הכל	נכסים לא כספיים	יין יפני	ליש"ט	אירו	דולר של ארה"ב	לא צמוד	מדד המחירים לצרכן	ניירות ערך סחירים	
נכסים									
נכסים שוטפים									
145,169	-	-	18,236	-	7	126,926	-	-	מזומנים ושווי מזומנים
150	-	-	-	-	-	-	-	150	השקעות לזמן קצר
60,350	-	-	-	-	-	43,789	16,561	-	הלוואות ופקדונות לזמן קצר
17,132	-	-	-	-	-	17,132	-	-	לקוחות
15,225	2,782	-	-	-	1,154	3,742	7,547	-	חייבים ויתרות חובה
238,026	2,782	-	18,236	-	1,161	191,589	24,108	150	
נכסים לא שוטפים									
201,941	-	-	-	13,417	65,290	18,841	104,393	-	הלוואות ופקדונות לזמן ארוך
12,603	12,603	-	-	-	-	-	-	-	מסים נדחים
3,496	2,187	-	-	-	-	-	1,309	-	הוצאות נדחות ונכסים אחרים
1,112	1,112	-	-	-	-	-	-	-	השקעות זמינות למכירה
-	-	-	-	-	-	-	-	-	השקעה בחברה כלולה
8,008	8,008	-	-	-	-	-	-	-	מוניטין
16,846	16,846	-	-	-	-	-	-	-	רכוש קבוע
3,005,308	3,005,308	-	-	-	-	-	-	-	נדל"ן להשקעה
3,249,314	3,046,064	-	-	13,417	65,290	18,841	105,702	-	
נכסים מיוחסים לפעילות מופסקת									
10,215	10,215	-	-	-	-	-	-	-	
נכסים המסווגים כמוחזקים למכירה									
44,543	44,543	-	-	-	-	-	-	-	
3,542,098	3,103,604	-	18,236	13,417	66,451	210,430	129,810	150	
התחייבויות									
התחייבויות שוטפות									
546,743	-	3,504	-	-	20,420	241,749	281,070	-	אשראי מתאגידים בנקאיים ומאחרים
29,344	-	-	-	-	-	-	29,344	-	חלויות שוטפות של אגרות חוב
19,796	-	-	-	-	-	19,796	-	-	התחייבויות לספקים ולנותני שירותים
78,391	2,844	-	-	-	1,665	37,611	36,271	-	זכאים ויתרות זכות
674,274	2,844	3,504	-	-	22,085	299,156	346,685	-	
התחייבויות לא שוטפות									
1,226,267	-	-	-	-	3,274	68,488	1,154,505	-	התחייבויות לתאגידים בנקאיים
817,132	-	-	-	-	-	-	817,132	-	אגרות חוב
213,777	-	-	-	-	127,261	355	86,161	-	הלוואות מאחרים
31,399	13,900	-	-	-	-	-	17,499	-	התחייבויות לאחרים
223,321	223,321	-	-	-	-	-	-	-	מסים נדחים
1,092	1,092	-	-	-	-	-	-	-	התחייבויות בשל הטבות לעובדים
2,512,988	238,313	-	-	-	130,535	68,843	2,075,297	-	
התחייבויות מיוחסות לפעילות מופסקת									
3,187,262	241,157	3,504	-	-	152,620	367,999	2,421,982	-	סך הכל התחייבויות
354,836	2,862,447	(3,504)	18,236	13,417	(86,169)	(157,569)	(2,292,172)	150	נכסים בניכוי התחייבויות

14. החזקה בנגזרים

הקבוצה לא פעלה בנגזרים בתקופת הדו"ח. ביום 30.9.2007 לא החזיקה הקבוצה בנגזרים.

15. דירקטורים בעלי מיומנות חשבונאית ופיננסית

בהתאם להנחיה על פי סעיף 36 א' לחוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968 בדבר דיווח על דירקטורים בעלי מיומנות חשבונאית ופיננסית. דירקטוריון החברה החליט, כי המספר המזערי הראוי של דירקטורים בעלי מומחיות חשבונאית ופיננסית, הוא דירקטור אחד.

להלן פרטים אודות דירקטורים בעל מומחיות חשבונאית ופיננסית:

מר עמיר בירם, רואה חשבון, מכהן בשנים האחרונות כמנכ"ל הקבוצה.

ד"ר גיל דויטש, מכהן בשנים האחרונות כמנכ"ל קבוצת אקסלנס נשואה בע"מ.

גב' דורית גבאי מכהנת בשנים האחרונות כבעלת משרד ייעוץ מס, כתיבת חוות דעת מקצועיות, מחברת ומוציאה לאור של ספרות מקצועית בנושא מיסוי.

16. אירועים לאחר תאריך המאזן

א. חתימת מכתב כוונות לגבי רכישת קניון בקפריסין

ביום 22.10.2007 נחתם מכתב כוונות בין הקבוצה לבין ארבע חברות זרות, בקשר עם רכישה של קניון המוקם על ידי חברות המוכרות בלימסול קפריסין, והמיועד להפתח לקהל בסוף שנת 2008. רכישת הקניון תתבצע בשני שלבים, בשלב הראשון תרכש מחצית הקניון תמורת סכום של 60.5 מליון יורו, בשלב השני תרכש המחצית הנוספת של הקניון תמורת סכום שיחושב על פי דמי השכירות שיתקבלו מהקניון במשך 18 חודש לאחר תחילת הפעלתו. חתימת הסכם הרכישה כפופה לתנאים שונים ובהם ביצוע בדיקת נאותות על ידי החברה הבת, אישור הבנקים המלווים של הפרוייקט למכירה ואישור דירקטוריון החברה.

ב. הנפקת אגרות חוב

ביום 25.10.2007 הנפיקה החברה אגרות חוב בהנפקה פרטית למשקיעים מוסדיים בדרך של הרחבת סדרה א'. בסך הכל הוקצו אגרות חוב בסך 271,500 אלפי ש"ח ע.נ. בתמורה לסך של כ-282 מיליון ש"ח.

ג. הכרזה על חלוקת דיבידנד

ביום 20.11.2007 החליט דירקטוריון החברה על חלוקת דיבידנד לבעלי המניות בסך 12,000 אלפי ש"ח (מייצג דיבידנד בסך של 9.7 אגורות למניה; הסכום המדויק יקבע בהתאם למספר המניות הנפרעות של החברה במועד הקובע לצורך חלוקת הדיבידנד). יום האקס נקבע ל – 2.12.2007 ויום התשלום ל – 16.12.2007.

בשם הדירקטוריון:

עמיר בירם
חבר הדירקטוריון ומנכ"ל

גיל דויטש
יו"ר הדירקטוריון