בקשת אשראי מספר 3585 - מעריב-הוצאת מודיעין בעמ (10 לקוחות בקבוצה)

הסדר חוב קבוצת מעריב

מכין הבקשה: אמוטל זורן
מקליד: יורם אזרן
סקטור: סקטור תקשורת ומסחר
תאריך פתיחה: 30/10/2008

לשימוש הסמכות המחליטה:

☑ אישור ☐ דחיה ☐ אושר חלקי ☐ אישור מותנה סכום: _____

תאריך: _____ חתימה: _____

תנאים נוספים לביצוע: _____

תמצית הבקשה:

1.קבוצת מעריב

מבוקשת הסכמה לאישור הסדר חוב בקבוצת מעריב כפי שיפורט להלן בפרטי הבקשה.
במקביל מתגבש הסדר חוב בחשבון ולדימיר גוסינסקי בו הועמד אשראי "מן ריקורס" למימון כ27% ממניות מעריב

2. אשראי שהועמד בחשבונות החברות שבבעלות יעקב ועפר נמרודי ובחשבונותיהם הפרטיים.

בחשבונות אלו הועמד אשראי כנגד שעבוד מניות שליטה בתברת הכשרת הישוב.

א. מצ"ב דיווח על מצב האשראי והבטחונות נכון להיום ביחס למועד האישור (1/08)

ב. מבוקש אישור מחדש של פרישת יתרת האשראי לד"ק שפרישתו אושרה לפני כשנה ושטרם נפרש עד כה.

פרטי לקוח

1.1 קבוצת ליבה

לקוח מבוקש	דירוג עיסקי	דירוג אשראי	סיווג הלקוח והאינדיקציות	הערות לאינדיקציה
			מעריב-הוצאת מודיעין בעמ	
✓	B	B	לווה בודד	
			התראות מנהליות	
			תוספים שליליים	
			חוזות כספיים לא מעודכנים	
			גל-מעתון הפצת עיתונים בע"מ	
✓	B	B	לווה בודד	
			מעריב התקות בע"מ	
✓	B	B	לווה בודד	
			הדעות על מסמכי יסוד	

בנק הפועלים

05/11/2008

לקוח מבקש	דירוג עיסקי	דירוג אשראי	סיוג הלקוח והאינדיקציות	הערות לאינדיקציה
נמרודי יעקב				
A	A			
נמרודי עופר				
A	A			
סרטינוס ישראל בע"מ				
לא ח.דרוג	לא ח.דרוג			
עופר נמרודי חברה להשקעות בע"				
A	A			
יעקב נמרודי חברה להשקעות בע"				
A	A			
א לוין אפשסיין בעמ				
B	B			
ב.י. סרטינוס הולדינג בדרלנד				
A	A			

1.2 קבוצת לווים (הסכומים באלפי ש"ח)

שם קבוצת לווים		סה"כ אשראי ומסגרות (כולל חו"ל)
מסינסקי ולדימיר	(כלל הסוף הפעולים)	386,330
נמרודי יעקב ועופר		1,001,408

1.3 לווה בודד נכון ל:30/06/2008 (הסכומים באלפי ש"ח)

קבוצת לווה בודד	סה"כ חבות	בששת	תריגה מגבלת קבוצה
מסינסקי ולדימיר	168,439		
נמרודי יעקב ועופר	1,074,522		

1.4 לקוחות קשורים לקבוצת ליבה - אין

1.5 בעלים עיקריים

"הטבלה נערכה בתאריך 02/11/2008 ע"י צימרלי סיון

בעלים	דרוג עיסקי	דרוג אשראי	סוג מניה	כמות מניות (ב%)
לקוח : נמרודי יעקב				
לקוח : נמרודי עופר				
לקוח (מבקש): גל-מעמון הפצת עיתונים בע"מ				
בקרתון שווק והפצה בע"מ	לא ק.דרוג	לא ק.דרוג	רגילות	25.00
מעריב - הוצאת מודיעין בעמ	B	B	רגילות	75.00
לקוח : סרטינוס ישראל בע"מ				
נמרודי יעקב	A	A	רגילות	0.15
נמרודי עופר	A	A	רגילות	0.15
ב י סרטינוס ס הולדינ	לא ק.דרוג	לא ק.דרוג	רגילות	99.68
לקוח : עופר נמרודי חברה להשקעות בע"				
רבקה נמרודי	לא ק.דרוג	לא ק.דרוג	רגילות	0.10
נמרודי עופר	A	A	רגילות	99.90
לקוח : יעקב נמרודי חברה להשקעות בע"				

בעלים	דרוג עסקי	דרוג אשראי	סוג מניה	כמות מניות (בא%)
לקוח : א לוין אפשטיין בעם				
מעריב - הוצאת מודיעין בעם	B	B	רגילות	99.99
לקוח (מבקש): מעריב-הוצאת מודיעין בעם				
מעריב החזקות בע"מ	B	B	רגילות	100.00
לקוח (מבקש): מעריב החזקות בע"מ				
נמרודי עופר	A	A	רגילות	1.08
גוסינסקי ולדימיר	AAA	AAA	רגילות	27.19
חברת הכשרת הישוב בישראל בעם	BBB	BBB	רגילות	61.74
לקוח : ב.ו. סרטיכוס הולדינג נדלנד				

2. נתונים בנקאיים

מצב האובליגו והבטחונות ליום 06/11/2008 (כולל בקשות שאושרו וטרם בוצעו)

תיאור אשראי	יתרה מכתית	מסגרת נטושרת	בקשת הלוזה	יתרה / מסגרת (הגבוה ביהם)	סוג / תיאור בטחון	ערך מימוש / כמות ערבויות צד ג' קיים	מוצע	סה"כ
	אוכלים (באלפים)				בטחונות (באלפים)			
מעריב-הוצאת מודיעין בעמ								
חח"ד עסקי 772/010803	0	100	ח	100	ש.ק. פקד' שקל	(48,368)		(48,368)
עו"ש 2 חשב'	0	0		0	ה.לתמים שונים	0		0
ר' צבורה עוש/חחד שקל	0	0		0	ערבות צד ג	0		0
ע.עתידיות 772/010803	0	383	ח	383	[illegible]			
עוש חובה במט"ח	0	0		0				
מסגרת מש'כמד שיקים ע.ת.	0	1,000	ח	1,000				
מסגרת הלו' לז"ק + ערבויו	119,212	120,000	ח	120,000				
סה"כ	119,213			~~121,483~~		48,368		48,368
סה"כ עודף לניצול	1,888			+ 120,000				
סה"כ חריגה ממסגרות	0			1,000	[illegible]			
גל-מעתון הפצת עיתונים בע"מ								
חח"ד עסקי 772/448970	233	300	ח	300				
ר' צבורה עוש/חחד שקל	1	0		1				
מסגרת מש'כמד שיקים ע.ת.	0	700	ח	700				
סה"כ	234			1,001				
סה"כ עודף לניצול	767							
סה"כ חריגה ממסגרות	0							
מעריב החזקות בע"מ								
חח"ד עסקי 600/662685	0	10	ח	10	ה.לתמים שונים	0		0
ר' צבורה עוש/חחד שקל	0	0		0				
סה"כ	0			10				
סה"כ עודף לניצול	10							
סה"כ חריגה ממסגרות	0							
נמרודי יעקב								
עו"ש 2 חשב'	0	0		0	ש.ק. נ"ע ספצי	42,933		42,933
חסיבה עסקית מעל שנה(ר. ק	7,025	0		7,025	שעבוד שוטף	0		0
חסיבה עסקית עד שנה (ר. מש	751	0		751	ערבות צד ג	0		0
חסיבה עסקית (מעל שנה)	46,270	0		46,270				
חסיבה עסקית מעל שנה (ר. מ	7,616	0		7,616				
סה"כ	61,661			61,661		42,933		42,933
סה"כ עודף לניצול	0							
סה"כ חריגה ממסגרות	0							
נמרודי עופר								
חח"ד פר' מחרת 532/252535	91	100		100	ש.ק. נ"ע ספצי	42,933		42,933
עו"ש רגיל 600/659102	0	0		0	שעבוד שוטף	0		0
ר' צבורה עוש/חחד שקל	0	0		0	ערבות צד ג	0		0
כרטיסי אשראי- קרדיס	0	300		300				

בנק הפועלים

06/11/2008

תיאור אשראי	אובליגו (באלפים) יתרה נוכחית	מסגרת מאושרת	בקשת הלוה	יתרה / מסגרת (הגבוה בינהם)	בטחונות (באלפים) סוג / תיאור בטחון	ערך מימוש / כמות ערבויות צד ג' קיים	מצוע	סה"כ
כ.אשראי שוסף+תשלומים	5	0		5				
עוש חובה במס"ח	0	0		0				
חסיבה עיסקית מעל שנה(ר. ק	7,331	0		7,331				
צמוד מדד מעל שנה - אחר	39,005	0		39,005				
חסיבה עסקית עד שנה (ר. מש	2,454	0		2,454				
חסיבה עסקית (מעל שנה)	46,904	0		46,904				
חסיבה עסקית מעל שנה (ר. מ	7,902	0		7,902				
חלוואה במס"ח לזמן ארוך	6,910	0		6,910				
סה"כ	110,603			110,913		42,933		42,933
סה"כ עודף לניצול	0							
סה"כ תריגה ממסגרות	0							

* בטעות בנקאות לאשראי

מרמיבוס ישראל בע"מ

					ש.ק. נ"ע ספצי	42,933		42,933
					שעבוד שוסף	0		0
					ערבות צד ג	0		0
סה"כ						42,933		42,933
סה"כ עודף לניצול	0							
סה"כ תריגה ממסגרות	0							

עופר גמרודי חברה להשקעות בע"

חח"ד עסקי 600/661875	1	300		300	ש.ק. נ"ע ספצי	72,326		72,326
ר' צבורה עוש/חחד שקל	0	0		0	שעבוד שוסף	0		0
עוש חובה במס"ח	0	0		0	ערבות צד ג	0		0
חסיבה עיסקית מעל שנה(ר. ק	17,702	0		17,702				
חסיבה עסקית עד שנה (ר. מש	15,493	0		15,493				
חסיבה עסקית (מעל שנה)	36,663	0		36,663				
חסיבה עסקית מעל שנה (ר. מ	17,563	0		17,563				
סה"כ	87,423			87,721		72,326		72,326
סה"כ עודף לניצול	299							
סה"כ תריגה ממסגרות	0							

יעקב גמרודי חברה להשקעות בע"

עו"ש רגיל 600/661867	0	0		0	ש.ק. נ"ע ספצי	57,843		57,843
ר' צבורה עוש/חחד שקל	0	0		0	שעבוד שוסף	0		0
עוש חובה במס"ח	0	0		0	ה.לתנאים שונים	0		0
חסיבה עיסקית מעל שנה(ר. ק	597	0		597	ערבות צד ג	0		0
חסיבה עסקית עד שנה (ר. מש	64	0		64				
חסיבה עסקית (מעל שנה)	1,237	0		1,237				
חסיבה עסקית מעל שנה (ר. מ	592	0		592				
סה"כ	2,490			2,490		57,843		57,843
סה"כ עודף לניצול	0							
סה"כ תריגה ממסגרות	0							

א לוין אפשטיין בעמ

בנק הפועלים

06/11/2008

תיאור אשראי	אובליגו (באלפים) יתרה נוכחית	מסגרת מאושרת	בקשת הלוזה	יתרת \ מסגרת (הגבוה ביניהם)	בטחונות (באלפים) סוג \ תיאור בטחון	ערך מימוש \ כמות ערבויות צד ג' קיים	מוצע	סה"כ
ר' צבורה עו"ש/מח"ז שקל	0	0		0	ערבות צד ג	0		0
עוש חובה בטפ"ח	0	0		0				
מסגרת מש"כבד שקים ע.ת.	176	750		750				
מסגרת ער' כספית+אחרות	215	300		300				
סה"כ	392			1,050				
סה"כ עודף לניצול	574							
סה"כ תריבה ממסגרת	0							
ב.ו. טרמינס הולדינג נרדלנד								
ע"ש רגיל 600/373152	0	0		0	ש.ק. נ"ל ספצ	29,392		29,392
					שיעבד שוטף	0		0
					ערבות צד ג	0		0
						29,392		29,392
סה"כ עודף לניצול	0							
סה"כ תריבה ממסגרות	0							
סה"כ לקב' כולל בקשות	382,818		0	385,236		120,694	0	120,694

!-קיים ליקוי מהותי, ח-קיים מ"ב חריג, *-ראה הערות בטבלת הערות

385,319

הערות:
ערבויות לצד ג': כמות: 3 סכום: 0

סך אשראי שאושר בגלישה מתוך סה"כ הקבוצה: 0

אשראי ד"א שבוצע זמנית כאשראי לז"ק: 0

אישורים קודמים :

הסבר לפער בסחונות \ אשראי שאושר בגלישה - אין

קיום התניות (COVENANTS):

לקוח	תיאור ההתניה	מצב בפועל
	יחס החזקות בע"מ שיעור הון עצמי למאזן לא יפחת מ- 25%	32% נכון ל - 30/06/08. לחברה WAIVER עד 30/11/08
	מעריב החזקות בע"מ יחס חוב ל- EBITDA יהיה חיובי ולא יעלה על 4.5	(3.78) נכון לסוף 30/06/08. לחברה WAIVER עד 30/11/08
נפתלי שפר	היחס בין התחייבויות פיננסיות נטו להתחייבויות פיננסיות נטו כולל הון עצמי לא יעלה על 75% לפי דוחות כספיים של חברת הכשרת הישוב	66% לפי דוחות 30/06/08

3. פרוט בקשות האשראי

מעריב

רקע

עסקת המכירה לבלוטניק הוקפאה בשלב זה ונראה שלא תצא לפועל.

נוכח ביטול העסקה סווג החוב בהשגחה מיוחדת ודירוג מעריב הורד ל- B.

החברה מחזיקה בוויבר עד לתאריך 30.11.08 והוצאה להם טיוטת מכתב דרישה לפיה במידה ולא נקבל בטחונות וכן קובננטים חדשים, האשראי במעריב יועמד לפרעון מיידי.

מסגרת האשראי לז"ק המאושרת למעריב הינה בסך 120 מיליון ₪ (יתרה מנוצלת בסך 119 מ' ₪).

בחשבון החברה קיים פיקדון משועבד ע"ס 50 מיליון ₪ כך שסך החשיפה נטו (שאינה מגובה בבטחונות מטריאליים) מול החברה עומדת על 70 מיליון ₪.

נוכח התוצאות הגרועות של העיתון וביטול עסקת בלוטניק החלה החברה לבצע מספר פעולות מיידיות שיביאו להתייעלות תפעולית ושיפור בתוצאותיה העסקיות של החברה. בשלב ראשון, פוטרו כ- 150 עובדים וקוצץ שכר הבכירים בכ- 10%. הדבר צפוי להביא לחסכון שנתי של כ- 27 מיליון ₪.

כמו כן החברה מתכננת גידול בצד ההכנסות של כלפחות 1.3 מ' ₪ לחודש משיעוי מכירות של הבילות פרטום במעריב. החברה נוקטת בפעולות לשיפור ובידול עיתון מעריב על מנת לשפר את מיצובו בקרב הקוראים וכתוצאה מכך שיפור מעמדו מול המפרסמים.

להלן פרטי ההסדר המוצע בין מעריב לבנק כפי שהתגבש :

א. בנק הפועלים יעמיד מסגרת הון חוזר בסכום של עד 50 מליון ₪ באופן הבא :

-תועמד מסגרת הון חוזר בסך 38 מליון ₪ כנגד העמדת הלוואת בעלים למעריב בסך של 25 מליון ₪ על ידי חברת הכשרת הישוב . הלוואת הבעלים תהיה נחותה לפרעון כל החוב (קיים וחדש) של מעריב לבנק .

-כנגד העמדת הלוואת בעלים נוספת ע"ס 12 מליון ₪ מהכשרת הישוב למעריב, תוגדל מסגרת ההון החוזר בסכום של 12 מליון ₪ לסך כולל של 50 מליון ₪. גם הלוואת בעלים זו תהיה נחותה כאמור לעיל.

ב. ביום הקלוזינג ישמש הפקדון המשועבד ע"ס 50 מליון ₪ לפרעון סכום מקביל באון קול כך שלאחר

קיזוז הפקדון כאמור, האשראי הכולל למעריב יעמוד על 120 מליון ₪ .

ג. במסגרת ההסדר תחתום מעריב על קובננס לשמירה על היחס הפיננסי הבא :

הון עצמי (לא כולל הלוואות בעלים מוכפפות) לא יפחת מ 25%

ד. כל הבטוחות הקיימות שנוצרו לטובת הבנק קודם להסדר, ימשיכו להבטיח את כל החובות של מעריב כולל את האשראי החדש המבוקש, כדלהלן –

1. כתב ערבות בלתי מוגבלת בסכום של מעריב החזקות לחבטחת התובות וההתחייבויות של מעריב מודיעין.
2. שעבוד קבוע על זכויות מעריב מודיעין לקבלת כספים מחברות האשראי ישראכרט ואמריקן אקספרס בסכום שלא יפחת מ- 3.3 מ' ₪.
3. ערבות בלתי מוגבלת בסכום של א. לוין אפשטיין בע"מ להבטחת התובות וההתחייבויות של מעריב מודיעין.

ה. בנוסף לבטוחות הקיימות ייווצרו לטובת הבנק (פ"פ עם לאומי ,דיסקונט,מזרחי והבינלאומי) הבטוחות הבאות: :

1.משכנתא על בית הדפוס בבת-ים (בשטח של כ18 דונם) שבבעלות חברת הבת ,א. לוין אפשטיין.

2. שעבוד על כל הציוד והמכונות בבית הדפוס למעט על מכונה המשועבדת בשעבוד קבוע לטובת בנק דיסקונט .

3. מעריב מודיעין וחברת האם מעריב החזקות (חברה הציבורית בורסאית) יצרו לטובת הבנק שעבוד שוטף כללי .

הערה – בחודש מרץ 2009 אמורה לשלם מעריב החזקות לבעלי אג"ח בסכום של 35 מליון ₪. בכוונת מעריב למכור את בית מעריב ומבוקשת הסכמה למכירה בכפוף לכך כי 35 כל עודף בגין המכירה מעל ל35מליון ₪ , ישמש לפרעון התוב לבנק המיועלים בגין החוב חחדש המבוקש בסך 50 מי ₪ ובמידה ויוותר עודף לאחר פרעון התוב חנוסף לבנק הוא יחולק פ"פ בין הבנקים.

יהתם הסכם ביבנקאי לפיו חלוקת תמורות ממימוש הנכסים תהיה כדלהלן :

בנה"פ יפרע ממימוש התמורות בגובה החוב תחדש . כל היותרה תחולק פ"פ לפי יתרות חוב בין חבנקים.

<u>מבוקש</u> – (בתוקף לשנה ממועד הקלוזינג):

1. אישור ההסדר כפי שפורט לעיל ולמסגרת אשראי כוללת של 120 מ' ש"ח.

2. אישור למרווח באשראי הקיים והחדש של 3%

2. חידוש החטבות וחחתנות בעמלות כמפורט בנספח המצ"ב

****

<u>אשראי שהועמד בחשבונות החברות הפרטיות ובחשבונות האישיים של יעקב ועופר נמרודי</u>

<u>כנגד שעבוד מניות שליטה בחברת הכשרת הישוב.</u>

אשראי

בתאריך 05/12/07 אושרה לקבוצת נמרודי פריסת אשראי ל- 10 שנים בסך של כ- 240 מי ₪ כאשר תשלומי הקרן יהיו החל מיוני 2009 ותשלומי ריבית שנתיים. בפועל נפרסו ב- 28/01/08 כ- 127 מי ₪ והיתרה תועמד לז"א ביוני 2009 לאחר שהלוואות ז"ק יפרעו (לא בוצע פירעון מוקדם בשל עלויות פירעון גבוהות ללקוח).

בתאריך 30/01/09 אושר לדחות את תשלום הריבית הראשון ל- 30/06/09.

סה"כ יתרת כל ההלוואות בחשבונות של החברות הפרטיות והחשבונות האישיים של יעקב ועופר נמרודי עומד על כ- 255 מי ₪ (קיים מימון נוסף בקבוצה בסך כ- 2 מלי"ד כנגד ביתו הישן של עופר נמרודי – בטיפול בנקאות פלטינום).

עמלה: הקבוצה תחוייב בעמלה כוללת של 600 אי ₪ בשני תשלומים:

א. תשלום ראשון בסך 300 אי ₪ - חוייב עם העמדת המימון.

ב. תשלום שני בסך 300 אי ₪ - יחוייב ב- 12/08.

פריסת האשראי:

סך כל ההלוואות: בחשבונות של החברות הפרטיות והחשבונות האישיים של יעקב ועופר נמרודי נכון להיום עומד על כ- **255 מיליון ₪** (לא כולל כ- 2 מלי"ד המטופלים בבנקאות פלטינום).

<u>האשראי שנפרס</u> בקבוצת הכשרת הישוב עד לתאריך 31.12.2017 היו בסך של <u>133 מיליון ₪</u> כאשר חלוקת הפריסה בין ארבעת החשבונות הינה כדלקמן:

יעקב נמרודי – 28.5 מיליון ₪

עופר נמרודי – 30 מיליון ₪

עופר השקעות – 72 מיליון ₪

יעקב השקעות 2.5 מיליון ₪

פריסת האשראי היתה כך שבחמשת השנים הראשונות (משנת 2008 ועד שנת 2012) תשולם ריבית שנתית <u>בלבד</u> ב- 30/06 בכל שנה, ולאחר חמש שנים (משנת 2013 ועד שנת 2017) תחל הקבוצה לשלם גם תשלומים שנתיים של קרן וריבית עד לפרעון מלא של ההלוואות.

<u>יתרת האשראי שטרם פרסה</u> עומדת ע"ס של כ- 122 מיליון ₪ ע"פ החלוקה הבאה:

יעקב נמרודי – 33 מיליון ₪

עופר נמרודי – 74 מיליון ₪

עופר השקעות – 64 אלף ₪

יעקב השקעות 15 מיליון ₪

מבוקש:

1. החלויות השוטפות של הלוואות שטרם נפרעו מגולגלות בהלוואות בלון עד ל- 30.06.09.
בתאריך זה מבוקש אישור לבצע פריסה מחדש של קרן וריבית ל- 5 שנים במרווח של 2%

2. מבוקש אישור להעמדת ההלוואות שטרם נפרסו לזיק עד 30.06.09.

שווי השוק של הכשרת הישוב נכון לתאריך 2.11.08 כ- 303 מ' ₪.

לקבוצת נמרודי קיים אשראי בסך כ- 255 מ' ₪ כנגד שיעבוד כ- 71.4% ממניות הכשרת הישוב בשווי של 216.3 ₪ לפי שווי השוק בבורסה נכון ל- 2.11.08 .

כנגד סה"כ האשראי משועבדות 19,503,989 מניות המהוות 71.4% מהון המניות של חכשרת הישוב (הנייל מהווה מניות שליטה באמצעות מניות יסוד/וחב המשועבדות לבנק).

סך האשראי הקיים כיום ביחס לשווי שוק של המניות עומד על 1.18 .

הערות:

1. אין מרגיין קול על המניות.
2. קיימות ערבויות אישיות לחוב של יעקב ועופר נמרודי . ערביות הבעלים הינן מלאות והתקבלו בכפוף למגבלת ערב יחיד.
3. קיים קובננטס בהכשרת הישוב לפיו היחס תבא לא יעלה על 75% כאשר החברה עומדת ביחס זה נכון ל- 30/06/08 :

ההתחייבויות הפיננסיות נטו
התחייבויות פיננסיות נטו + הון עצמי

חוב פיננסי	2,200
מזומן +השקעות ל"ק	266
חוב נטו	1,934
הון עצמי	999
NET CAP	2,933
חוב נטו ל CAP-נטו	66%

4. ב- 12/07 הלקוח הגיש למטה העסקי הערכות שווי המצביעות על הצפת ערך משמעותית עם יישום תקן IFRS. ההערכה נבדקה ע"י המטה ונמצא כי חשווי המעודכן של הכשרת הישוב מסתכם ב- 1.37 מיליארד ₪.

מצ"ב להלן הערכת המטה העסקי, יש לציין כי ב- 2/07 הערכת החברה ע"י תמטה בכ- 800 מ' ₪.

5. על פי הערכת שווי שהוצגה לט ב- 12/07 ע"י עופר נמרודי שוויה של הכשרת הישוב נאמד בין 570 מל"ד ל- 821 מל"ד בהשוואה לשווי בבורסה ב- 12/07 של 255 מל"ד. הערכת השווי שבוצעה ע"י המטה העסקי היתה 355 מ' $.
6. יש לציין כי הערכת השווי של המטה העסקי הנה למטרת בטחונות ויש נכסים רבים שלא ניתן להם ערך מימוש כפי שניתן לראות בעבודת המטה בעמוד 4.
7. המטה העסקי המלץ במקור על קובננטס נוסף בהכשרה של הון עצמי לא יפחת מ- 600 מ' ₪, לאחר עדכון דוחות הכשרה לפי תקני ה- IFRS, לאור ערבויות הבעלים הקיימות לאשראי, אושר שלא לכלול קובננטס זה.

8. אושר שבמידה ויווצר נזק כלכלי יוותרו ההלוואות בלוח הסילוקין שהיה קיים בעת האישור ב- 12/07 כך שיתרת הקרן תשולם החל מ- 6/09 והפריסה תעשה מקסימום ל-10 שנים.

סקירה

תאריך: 06/11/2008

סקירה כללית מעריב החזקות בע"מ:

מעריב החזקות בע"מ מחזיקה ב- 100% ממעריב ה וצאת מודיעין בע"מ המוציאה לאור של עיתון מעריב, עיתונות מקומית ומגזינים שונים, והפעלת אתר אינטרנט.

הקבוצה מפעילה באמצעות א. לוין אפשטיין בית דפוס מסחרי העוסק בהפקה והדפסה של עיתוני הרשת וכן מבצע הדפסות לגורמים חיצוניים. חברת גל מעתון בע"מ מפיצה את מעריב למנויים ברחבי הארץ.

נתונים כספיים באלפי ₪:

	30.06.08	30.06.07
הכנסות*	221,705	245,962
רווח גולמי	42,539	61,103
הפסד תפעולי	-36,360	-25,307
הוצאות מימון**	-15,856	-6,527
הפסד נקי	-47,712	-24,751

* הקיטון בהכנסות נובע בעיקר מקיטון בהכנסות ממודעות.

** הגידול בהוצאות המימון נבע בעיקר מהפסד בנייע סחירים בתקופת הדוח לעומת רווח בנייע בתקופה מקבילה אשתקד.

תזרים מפעילות שוטפת – נכון ל- 30.06.08 לחברה תזרימים שליליים מפעילויות שוטפות בסך 20 מיליון ₪ לעומת הפסד של 25 מיליון ₪ תקופה מקבילה אשתקד.

הון עצמי - סה"כ הונה העצמי של החברה נכון ל- 30.06.08 עומד על 191 מיליון ₪ לעומת 292 מיליון ₪ תקופה מקבילה אשתקד.

הון חוזר - ההפסדים המתוארים לעיל הביאו לשחיקה מהותית בהונה העצמי של החברה ולהיווצרותו של הון חוזר שלילי.

נכון ל- 30.06.08 הונה החוזר של החברה עומד על 64 מיליון ₪ לעומת הון חוזר שלילי בסך 12 מיליון ₪ נכון ל- 31.12.07, והון חוזר חיובי בסך 34 מיליון נכון ל- 30.06.07.

אובליגו של קבוצת מעריב במערכת הבנקאית:

לקבוצת מעריב חוב פיננסי לבנקים ולמחזיקי אג"ח בהיקף כולל של כ- 256 מיליון ₪ (קיימים פקדונות משועבדים בסך 60 מ' ש"ח מהם 50 בבנה"פ וכ- 1 מ' ש"ח נ"ע) ע"פ החלוקה כדלהלן:

פועלים – 120 מיליון ₪ (קיימים פקדונות משועבדים סך 50 מיליון ₪) המהווים 47% מהחוב הבנקאי במערכת הבנקאית.

בנק הפועלים

06/11/2008

בינלאומי – 19 מיליון ₪

לאומי – 31 מיליון ₪ (קיימים פקדונות משועבדים בסך 9 מיליון ₪)

דיסקונט – 19 מיליון ₪

מזרחי – 7 מיליון ₪ (קיימים נייע בסך 1 מיליון ₪).

בנוסף למעריב התחזקות אנייח ציבורי מוסק בסך 60 מי שייח.

ניתוח בקשת אשראי - קבוצת מעריב-הוצאת מודיעין בעמ - אין

3.1. בקשת מעריב-הוצאת מודיעין בעמ

3.1.1. פרטי הבקשה

מוצרי אשראי מבוקשים

סוג קליה	סוג מסגר	תיאור אשראי	סכום באלפים	מטבע	מרווח	עמלה	תקופה בחודשים	יתירות
ש.	שינוי תאריך תוקף למסגרת אשראי	כנגד שיקים ע.ת.	800	ש"ח		0.0	12	
חידוש	שינוי תאריך תוקף למסגרת אשראי	כנגד שיקים ע.ת.	200	ש"ח		0.0	12	
חידוש	שינוי תאריך תוקף למסגרת אשראי	ללק + ערבויות	120,000	ש"ח		0.0	12	
חידוש	מסגרת עסקאות עתידיות		100	דולר		0.0	12	
חידוש	מסגרת אונקול		119,000	ש"ח	סיטונאית + (2.0)	0.0	12	
חידוש	מסגרת תח"ד		100	ש"ח	פריים + (1.5)	1.5	12	

בסתומת מוצעים - אין

3.1.2. סקירה - אין

3.1.3. נתוני רוחיות VBM ו EIS

מעריב-הוצאת מודיעין בעמ	תקופה מנוחית ים - עד	קבוצה	לקוח	לקוח לאחר בקשה(%)	שנה קודמת קבוצה	לקוח
תשואה להון - שורות בלבד	1-9/2008	27.5%	25.55%		22.05%	14.42%
את להון - העמסה מלאה	1-9/2008	25.42%	23.59%		19.6%	12.32%
סה"כ תרומה לבנק(EIS)	1-9/2008	8,492,851	2,049,272		2,455,073	2,058,678

3.1.4. נתונים פיננסיים:

	31/12/06 12 חודשים			31/12/05 12 חודשים	
הערכים הכספיים באלפי ש"ח	מבוקר מאוחד	%	% שינוי שנתי	מבוקר מאוחד	%
סה"כ הון והתחייבויות	885,248	100	-13	1,020,650	100
סה"כ הון עצמי	89,073	10.1	-23	116,208	11.4

	31/12/06 12 חודשים			31/12/05 12 חודשים	
הערכים הכספיים באלפי ש"ח	מבוקר מאוחד	%	% שינוי שנתי	מבוקר מאוחד	%
הכנסות	521,870	100	2	512,914	100
רווח גלמי	139,237	26.7	-15	164,009	32
רווח (הפסד) תפעולי	(30,030)	-5.8	-163	(11,412)	-2.2
רווח (הפסד) נקי	(27,135)	-5.2	-153	(10,737)	-2.1

	31/12/06 12 חודשים			31/12/05 12 חודשים	
הערכים הכספיים באלפי ש"ח	מבוקר מאוחד	%	% שינוי שנתי	מבוקר מאוחד	%
תזרים מזומנים מפעילות שוטפת	(7,135)		58	(17,068)	

	31/12/06 12 חודשים		31/12/05 12 חודשים
הערכים הכספיים באלפי ש"ח	מבוקר מאוחד	% שינוי שנתי	מבוקר מאוחד
התת' ז"א לתזרים גלמי	386.6	927	35.7
התחייבויות לבנקים	318,872	-16	381,651
EBITDA	5,745	-78	26,657
חוב לבנקים ואג"ח ל- EBITDA	55.5	268	14.3
שירות חוב ל- EBITDA	0.8	104	0.4
סך התחייבויות ל- EBITDA	138.57	306	33.93
הון עצמי נטו	332,557	-11	372,082
יחס שוטף	1.18	-6	1.26
יחס מהיר	1.06	-6	1.13
ימי מלאי	46.3	-25	61.5
ימי לקוחות	109.7	2	108.0
ימי ספקים	65.0	-2	66.3

ניתוח ערבויות / התחייבויות מותמת (OFF BALANCE SHEET) - אין

פרעונות אשראי צפויים (לפחות ב-3 השנים הקרובות) ומקורות החזר + תחזית CASHFLOW - אין

3.1.5. ניתוח: - אין

3.2. בקשת גל-מעתון הפצת עיתונים בע"מ

3.2.1. פרסי הבקשה

מוצרי אשראי מבוקשים

סוג פעולה	סוג מוצר	תיאור אשראי	סכום באלפים	מטבע	מרווח	עמלה	תקופה בחודשים	תחירות
חידוש	שינוי תאריך תוקף למסגרת אשראי	כנגד שיקים ע.ת.	700	ש"ח	0.0	12		

בנק הפועלים

סוג פעולה	סוג מוצר	תיאור אשראי	סכום באלפים	מטבע	מרווח	עמלה	תקופה בחודשים	תדירות
חידוש	מסגרת חח"ד		300	ש"ח	פריים + (1.5)	1.5	12	

בטוחות מוצעים - אין

3.2.2. סקירה - אין

3.2.3. נתוני רווחיות VBM ו EIS

בל-בטעדון הפצת עיתונים בע"מ	תקופה נוכחית			שנה קודמת	
	מ - עד	קבוצה	לקוח	קבוצה	לקוח
תשואה להון - ישירות בלבד	1-9/2008	27.5%	-16.72%	22.05%	-4.47%
תשואה להון - העמסה מלאה	1-9/2008	25.42%	-53.71%	19.6%	-43.56%
סה"כ תרומה לבנק(EIS)	1-9/2008	9,492,851	19,072	2,455,073	31,040

לקוח לאחר בקשה(%)

3.2.4. נתונים פיננסיים: - אין דוח כספי מוקלד במערכת

ניתוח ערבויות / התחייבויות מותנות (OFF BALANCE SHEET) - אין

פרעונות אשראי צפויים (לפחות ב-3 השנים הקרובות) ומקורות החזר + תחזית CASHFLOW - אין

3.2.5. ניתוח: - אין

3.3. בקשת מעריב החזקות בע"מ

3.3.1. פרטי הבקשה

מוצרי אשראי מבוקשים

סוג פעולה	סוג מוצר	תיאור אשראי	סכום באלפים	מטבע	מרווח	עמלה	תקופה בחודשים	תדירות
חידוש	מסגרת חח"ד		10	ש"ח	פריים + (1.5)	1.5	12	

בטוחות מוצעים - אין

3.3.2. סקירה - אין

3.3.3. נתוני רווחיות VBM ו EIS

מעריב החזקות בע"מ	תקופה מבוקשת			שנה קודמת	
	מ - עד	קבוצה	לקוח	קבוצה	לקוח
תשואה להון - ישירות בלבד	1-9/2008	27.5%	25.54%	22.05%	24.35%
תשואה להון - העמסה מלאה	1-9/2008	25.42%	23.52%	19.6%	22.56%
סה"כ תרומה לבנק(EIS)	1-9/2008	9,492,851	77,821	2,455,073	151,543

לקוח לאחר בקשה(%)

3.3.4. נתונים פיננסיים: - אין דוח כספי מוקלד במערכת

ניתוח ערבויות / התחייבויות מותנות (OFF BALANCE SHEET) - אין

פרעונות אשראי צפויים (לפחות ב-3 השנים הקרובות) ומקורות החזר + תחזית CASHFLOW - אין

3.3.5. ניתוח: - אין

4. נתוני פעילות ופאסיבה

4.1. נתוני דו"ח חח"ד/חח"ד פרטי לחודש 10/2008

שם לקוח	מספר חשבון	סו"ח	מסגרת	י.ח.מ	מרווח א	מרווח ב	מחזור עסקי	סכום ההז' 396	% התחזרות	כמות	ניקוד
נמרודי עופר	532 - 252535	חח"ד פרטי	100	71	-0.05	-0.05					100
	ממוצע		102	76	-0.07	-0.07	238				2
גל-מעתון הפצת עיתונים בע"מ	772 - 446970	חח"ד	300	197	0.12	0.69	3,002				1
	ממוצע		300	34	1.07	4.71	2,223				
עופר נמרודי חברה להשקעות בע"מ	600 - 661875	חח"ד	300	1	19.07	19.07					100
	ממוצע		300	10	1.59	3.15					101
מעריב-הוצאת מודיעין בעמ	772 - 10803	חח"ד	100	50	0.18	5.60	12,018				38
	ממוצע		100	118	0.02	2.52	9,568	1			51
מעריב החזקות בע"מ	600 - 662685	חח"ד	10		3.21	3.21					100
	ממוצע		10		7.38	7.38					100
סה"כ לקבוצה			810	320	0.17	1.38	15,021				
	ממוצע		812	238	0.21	2.03	12,030	1			

4.2. פעילות יבוא

שם לקוח	סה"כ יבוא אשתקד 2007	יבוא בשנה שוספת עד 06/11/2008 14:23	תחזית יבוא וחלקו	עמלות יבוא שמשלם הלקוח כיום באחוזים		
	א.ד	ד.ג לסוגיו	כוללת בבנק אחוז בתקופה ב- עד-חין פתוח	ד.ג לסוגיו	א.ד	
מעריב-הוצאת מודיעין בעמ	$2,924	$5,588	0.050	0.250	1.500	
סה"כ לקבוצה	$2,924	$5,588				

4.3. פעילות יצוא

שם לקוח	קו"מ מס"ח	יצוא מכל הסוגים			תחזית יצוא וחלקו	עמלות יצוא שמשלם הלקוח כיום באחוזים		
	אשתקד 2007	שנה שוספת עד 10/2008	אשתקד 2007	שנה שוספת עד 31/10/2008 14:23	כוללת בבנק אחוז בתקופה ב- עד-	ב-ן פתוח	ד.ג לסוגיו	א.ד
נמרודי יעקב	$12,799	$6,573						
זדי שפר	$11,656	$8,076						
עופר נמרודי חברה להשקעות בע"מ	$540	$16,505						
יעקב נמרודי חברה להשקעות בע"מ	$2	$621						
א לוין אפשטיין בעמ			$132	$254		0.150	0.250	0.600
מעריב-הוצאת מודיעין בעמ	$9,739	$7,961						
סה"כ לקבוצה	$34,736	$39,736	$132	$254				

4.4. יתרות פעילות שוטת

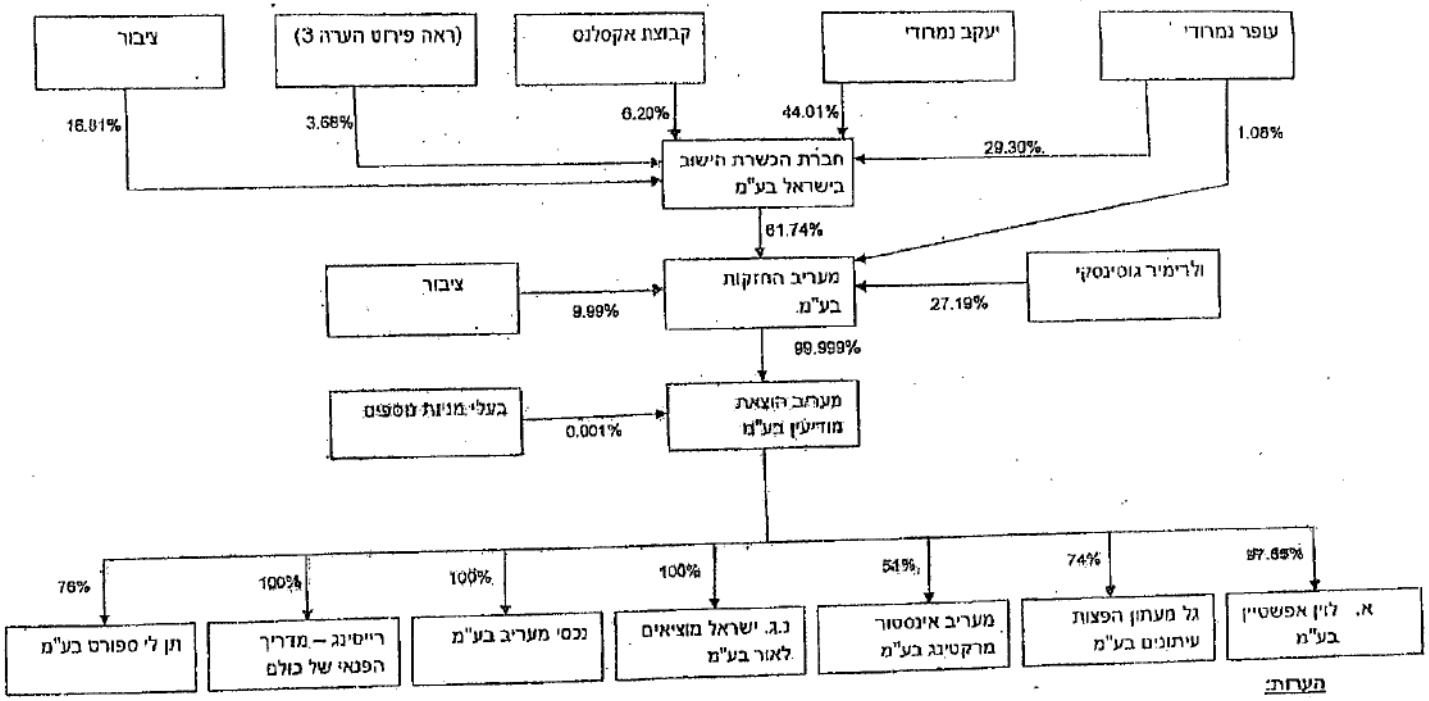
שם לקוח	עו"ש זכות שקל+מט"ח 05/11/2008	שיקים למשמרת כמות 05/11/2008	סכום	פר"י קרן+ריבית 05/11/2008	פלו"ק קרן+ריבית 05/11/2008	פקדונות מט"ח תא' שוטים	זיכויים כרט' אשראי 04/11/2008	ני"ע סחירים 05/11/2008	תוכ"ח שערך 31/10/2008	קופ"ג ותשתל	פק' צמודי מדד לזמן ארוך 05/11/2008
נמרודי יעקב	31	1	8					30,740			
סה"כ לקבוצה	4,627	1	8	14	50,946	$ 58	67	261,741			

4.5. פעילות בגין עובדים - אין

בנק הפועלים

06/11/2008

תרשים החזקות – נכון ליום 30 באוקטובר 2008



הערות:

1. כל השיעורים המצויינים הינם בהחזקות בהון. בחברת הכשרת הישוב בישראל בע"מ שיעורי זכויות ההצבעה הינן מחצית משיעור ההחזקה בהון, למעט יעקב נמרודי, אשר לו זכויות הצבעה בשיעור 72%.
2. יעקב נמרודי ועופר נמרודי מחזיקים במניות חברת הכשרת הישוב בישראל בע"מ במישרין ובאמצעות חברות בשליטתם המלאה.
3. פירוט המחזיקים הנוספים בחברת הכשרת הישוב בישראל בע"מ: אורסי נאמנות (הוקמה ע"י יעקב נמרודי עבור ילדיו) 2.36%, בני משפחת נמרודי 0.88%, בני משפחת רון ויסברג 0.44%.
4. חברת הכשרת הישוב בישראל בע"מ מחזיקה במניות מעריב החזקות בע"מ במישרין ובאמצעות חברה בת 100%.

02.11.08

נספח תנאי פעילות

קבוצת מעריב

מבקש לאשר ההטבות ותנאי הפעילות המאושרים לקבוצה בתוקף עד 30.11.09 :

העמלה	מאושר
מס"ח	
שער קניים מט"ח	הטבה של 7 פרומיל
עמלת חליפין	פטור
העברות מט"ח לבנקים אחרים בארץ	פטור (הוצאות ושולמנה במלואן)
העברות מט"ח מח-ן לח-ן בבה"ע ללקוח אחר	פטור
העברה יוצאת	ערך אפס
העברה נכנסת	ערך מיטבי
עמלת העברה נמסת ויוצאת	פטור
הפרשי שער בהפקדות	0.4%
ריבית זכות בעו"ש מט"ח	יורד פחות 0.25%
עמלת פרוקרד מט"ח / מט"ח	0.025% מינימום 1.10 $
עיסקות ספוט	0.05% מינימום 12 $
שח"ח	
יבוא בת-ן פתוח מזומן / א.ס.	0.05% , מינימום $15
יבוא ד.ב. מזומן	0.25%
יבוא ד.ב. כנגד א.ס.	0.3%
העברה יוצאת	ערך אפס
העברה נכנסת	ערך מיטבי
צ"ש	
דמי טיפול בחזומנים	פטור
דמי טיפול עריכת מסמכים	הנחה של 75%
ריבית על פיקדונות שקליים	ריבית סימונאית פחות 0.05%
ני"ע	
קניים ני"ע בבורסה או מחוץ לבורסה בישראל	0.1%
קניה/מכירה מקיים בבורסה	0.02%
קניה מקיים בהמפקה ומחוץ לבורסה	0.02%
קניה אג"ח ממשלתי בשוק בהנפקה ומחוץ לבורסה	0.05%
דמי טיפול בריבית וביביזנד	פטור
דמי משמרת	פטור
פעילות בני"ע:	
קניה/מכירה ני"ע אה"ש	0.2% (לא כולל עמלת ברוקר בחו"ל סנס למניה)
קניה/מכירה ני"ע באירופה	0.1% (לא כולל עמלת ברוקר המשתנה מהדינה למדינה)
דמי משמרת	פטור
עמלת אי ביצוע	פטור

הלקוחות בקבוצה : מעריב התוקות בע"מ, מעריב - הוצאת מודיעין בע"מ, א לוין אפשטיין בע"מ,
גל - מעמון רפוצת עיתונים בע"מ.

בנק הפועלים

בנק הפועלים
החטיבה העסקית
אגף עסקי
מטה עסקי
חוכן ע"י בני חדד

04/12/07
237-sp2007

אל: שי טלמון, יעקב אורבך
מאת: בני חדד

הערה: שער ₪ 4.0 = $1

הנדון: <u>עדכון להערכת שווי קבוצת הכשרת היישוב</u>

א. <u>כללי</u>

חברת הכשרת היישוב הושלטת על ידי משפחת נמרודי (יעקב ושפר) הנה חברה ציבורית הנסחרת בבורסה לניע"ע בתל אביב. החברה הנה למעשה חברת החזקות אשר עיקר פעילותה הנה בתחומי הנדל"ן: מסחרי, ייזום נדל"ן למגורים, מרכזים לוגיסטיים בארץ ובחו"ל, כמו כן החברה מחזיקה בשליטה בקבוצת חתקשורת מעריב וכן היא מפעילה רשת מלונות (רימונים).

ב. <u>פרטי הבקשה</u>

הגורם המטפל פנה אלינו בכדי שנעדכן את הערכת השווי שבוצעה לחברת הכשרת היישוב לאור מספר תמורות מהותיות שחלו בחברה ואשר יש להן השפעה מהותית על שוויה.
מניות בעלי השליטה (כ- 71%) משועבדות לבנק הפועלים ומבטיחות אשראי שניתן לרכישת המניות.
סך המימון שניתן כנגד המניות עומד על כ- 60 מי $. תגורם המטפל רוצה לבחון אפשרות של פריסה מחדש של החוב לתקופה של 10 שנים עד לפירעון מלא.

ג. <u>פרטי הבעלים בחברה</u>

משפחת נמרודי במישרין ובעקיפין בכ- 80% מהון המניות של החברה.

ד. <u>פירוט אחזקות עיקריות</u>

להלן פירוט האחזקות העיקריות של החברה לפי הנחומי פעילות (להרחבה ראה עבודה קודמת שהוכנה על ידי יחידת האנליסטים ומצורפת לעבודה זו):

1.ד <u>נדל"ן</u>

החברה עוסקת בייזום פעילות בניה של נדל"ן בארץ ובחו"ל וכן היא פעלת בתחום הנדל"ן המניב.

פעילות הייזום

פעילות ייזום תבניה של החברה נעשית באמצעות חברות בנות בחו"ל, החברה פועלת ברומניה, פולין ובישראל.

פרויקט בהרשה להקמת 1,100 יח"ד, שלב א' הושלם, הרווח בניכוי בסך 88.5 מי ₪ צפוי להיות מוכר ברבעון ראשון של 2008. (חיקף חכנסות צפוי 920 מי ₪).

פרויקט בבדנסק להקמת 320 יח"ד צפוי לחסתיים במהלך 2009 (268 מי ₪).

פרויקט בבוקרשט להקמת 1,600 יח"ד וכי 10 אי מ"ר של שטחי מסחר, תחילת בניה במהלך רבעון 4 של 2007, מועד סיום משוער במחלך 2011. חיקף ההכנסות בפרויקט צפוי לעמוד על 930 מי ₪.
כמו כן נמצאת הקבוצה בשלבי ייזום התחלתיים של פרויקט למגורים ולמסחר במולדובה וכן להקמת קניון בעיר פלויתשט שברומניה.
כמו כן מחזיקה הקבוצה בעתודות קרקע ומינות לבניה באזורים רבים בארץ.

נדל"ן מניב

לחברה תיק נכסים מניבים בישראל המוחזקים ישירות על ידה ועל ידי חברות בנות (אופטימה לדוגמה). היקף השטחים המניבים עומד על 202 אי מ"ר, וההכנסות השנתיות מסתכמות בכ- 116 מי ₪, שיעור התפוסה הממוצעת עומד על 88%.

לקבוצה פיזור גיאוגרפי של הנכסים מאילה ועד חיפה והצפון עם פיזור של כ- 600 שוכרים שונים. להלן סקירה תמציתית של הנכסים העיקריים של הקבוצה:

קניון שבעת הכוכבים הרצליה – שטח כולל של 20 אי מ"ר, הכנסות נטו של 43 מי ₪ לשנה. הקניון נמצא בתהליך של חידוש חוזים הכוללים העלאת מחיר מ- 60 $ למ"ר ל- 90 $ למ"ר. נכון להיום החלה הקבוצה לפעול לשיפוי תב"ע בכדי להגדיל את שטח הקניון ב- 2,000 מ"ר נוספים. הקניון פועל בתפוסה מלאה.

פאואר סנטר ירקונים (51%) – שטח כולל של 10.5 אי מ"ר, הכנסות משכ"ד 6 מי ₪ לשנה. המרכז פועל בתפוסה מלאה.

מתחם הגביש נתניה – שטח כולל של כ- 10 אי מ"ר, הכנסות משכ"ד 3.7 מי ₪, שיעור תפוסה של 99%.

פולין פתחנים לוגיסטיים

לקבוצה 4 מתחמים למרכזים לוגיסטיים בפולין (שיעור ההחזקה עומד על 50% למעט בטיבה שעומד על 40%). הבניה נעשית על פי הזמנה, כאשר המיקום של המתחם הנו אסטרטגי וקיימות בו תשתיות כבישים ורכבות. השוכרים הנם רשתות קמעונאיות גדולות הפתעלות בפולין.
סך שטח המתחמים מסותכם בכ- 1,271 אי מ"ר, זכויות הבניה מסתכמות בכ- 584 אי מ"ר. נכון להיום קיימים כ- 43 שוכרים במתחמים המניבים לקבוצה הכנסות של 44.2 מי ₪ לשנה.

קנדה פעילות ייזום ומניב

לקבוצה באמצעות חברת סקיילינן וישירות נכסים מניבים (טורנטו) ופרויקטים ליזום.

ד.2. מדיה

החברה הנה בעלת השליטה במעריב החזקות המרציאה לאור של עיתון מעריב ורשת המקומונים. הרזקה זו-הנה בעייתית ומסיבה להכשרת הישוב הפסדים הנובעים מהתמורות שחלות בתחום העיתונות הכתדפסת (עליית חומרי תגלם וירידה בהכנסות לטובת המדיות האינטרנטיות). הקבוצה חיתה במו"מ למכירת מעריב שלא הבשיל, נכון להיום בכוונת הקבוצה לחזק את מעריב באמצעות רכישת השליטה באתר האינטרנט יד 2 ובכך לפצות על הקיטון בהכנסות מפרסום.

החברה הנה בעלת השליטה ברפיד וויזין שהנה החברה המובילה בתחום פרסום החוצות. לרפיד רווח נקי של כ- 3 מי ₪ לשנה ו- ebitda של כ- 10 מי ₪.

ד.3. מלונאות

החברה הנה בעלת רשת המלונות רימונים, הרשת מפעילה 6 בתי מלון עם סך כולל של כ- 850 חדרים. המלונות עברו לאחרונה שיפוץ כולל בעלות של כ- 90 מי ₪. רוב המלונות בבעלות הקבוצה. ה- ebitda שייצרו המלונות במהצות הראשונה של 2007 הסתכמה ב- 7.3 מי ₪. יחד עם זאת הרשת הנה ממונפת כאשר יחס החוב נטו ל- ebitda שנתי מתואם עומד על כ- 15. מלון הדגל של הרשת הנו מלון גלי כרמל הנמצא לחופה של טבריה.

ה. אירועים מהותיים מתחילת 2007

- הנפקת אג"ח בסך של 500 מי ₪ מדורגים +A על ידי מעלות.
- מכירת קניון יורק גייט בקנדה.
- רכישת קרקעות ליזום במזרח אירופה.

- רכישת מחסנים וקרקע למחסנים בפולין ובקזחסטן לצורך הרחבת פעילות המרכזים תלוגיסטים.

1. <u>תמצית נתונים מהדוחות הכספיים</u>

להלן תמצית נתוני סולו של הכשרת היישוב נכון ל- 31.06.07 לפי IFRS:

נכסים	מיליוני ₪	% מהמאזן	התחייבויות והון עצמי	מיליוני ₪	% מהמאזן
מזומנים ושווי מזומנים	405.3	19.1%	חוב פיננסי	1,131.0	53.2%
נכסים שוטפים	20.0	0.9%	התחייבויות שוטפות	105.1	4.9%
הוצאות נדחות + מסים מראש	33.4	1.6%	הון עצמי	891.1	41.9%
השקעות בחברות + מקרקעין	1,666.5	78.3%			
סה"כ	2,127.2	100.0%	סה"כ	2,127.2	100.0%

מדוחותיה הכספיים המאוחדים של החברה עולה כי הרווח התפעולי למחצית הראשונה של 2007 הסתכם בכ- 26.8 מי ₪. הרווח הנקי לתקופה הסתכם בכ- 6.6 מי ₪.
פעילות התקשורת של הקבוצה (בעיקר מערים) הפסידה תפעולית כ- 25 מ' ₪ במחצית הראשונה של 2007.

2. <u>אינדיקציה לשווי החברה וכושר פירעון</u>

לאחרונה מעשתה ביחידת האנליסטים עבודה מקיפה לצורך אומדן השווי של הכשרת היישוב. יחד עם זאת לאור תמורת מהותיות שהלו בחלק מהנכסים כתוצאה מחבשלה או חשלמה של פרוייקטים וכן כתוצאה מהמעבר לדיווח לפי תקני IFRS שהחברה ואמץ אותם תחל מינואר 2008 ערכנו עדכון לשווי באו לידי ביטוי.
הטבלה הבאה מפרטת את תמצית עדכון השווי של החברה:

במיליוני ₪

מרכיבי השערוך	עדכון במיליוני ₪	העדות
הון עצמי לפי IFRS	891	לפי הפירוט בדוחותיה הכספיים של החברה ל- 31.06.07
התאמות להון העצמי		
תוספת בגין מחסנים לוגיסטיים בפולין	400	מהערכת שווי שנתקבלה על ידי מעריך חיצוני, הופחת 30% מהשווי הנכסי (EV) מוכפל בשיעור החזקתה של החברה. הפעילות צפויה לחיות מונפקת במחלך 2008 בבורסה בפולין.
תוספת בגין קניון שבעת הכוכבים	85	הקניון לפי IFRS מופיע בספרי החברה בערך של 490 מי ₪, לאור עסקאות שבוצעו לאחרונה, ובחיזון לפי תשואה של 7.5% שווי הקניון עומד על 575 מי ₪.
תוספת בגין חתאמת אחזקה בחברות ציבוריות	74	נגע לחברות הציבוריות מערים, מלונות הכשרה ואופטימה. השווי נכון לתחילת נובמבר 2007.
תוספת שווי בגין השלמת שלב א' בפרויקט בוורשה.	80	החברה השלימה את הקמתו והמכירה של שלב בפרויקט מגורים בוורשה. הרווח צפוי לחיות מוכר ברבעון ראשון של 2008.
סה"כ תוספות להון העצמי	639	
סה"כ תוספת בגיכוי מס על רווחי הון של 25%	479	
סה"כ שווי מתואם	1,370	

יש לציין כי מטעמי שמרנות לא ניתן ביטוי בשווי העודף לנכסים נוספים מניבים בארץ וכן לפרויקטים נוספים הנמצאים בשלבי ייזום התחלתיים בפולין, רומניה וקנדה אשר השלמתם אמורה להציף עדך בחברה.

להלן טבלה המפרטת את הפרוייקטים והאחזקות הנ"ל שניתן להם מקדם ביטחון אפס.

פרטי הסעיף	שווי עודף בגילוני ש"ח לפי הערכת החברה	הערות
נכסים מניבים בישראל	273	מתייחס לסך תיק הנכסים המניבים של החברה בארץ, לפי שיעור היוון ממוצע של 7.8% (ללא קניון שבעת הכוכבים). לא ניתן ביטוי בהערכת השווי מכיוון שלא בחנו את כל אחד מהנכסים בנפרד.
פרויקט ייזום בפולין שלבים ב' ואילך (וורשה)	264	מסתמך על הערכת החברה על בסיס נתוני שלב א' שהסתיים. מטעמי שמרנות מכיוון שהשלבים נמצאים בשלב התחלתי לא ניתן להם שווי עודף.
פרויקט ייזום בפולין (גדנסק)	67	הפרויקט נמצא בשלב התחלתי, מסתמך על תחזית מכירות צפויה ושיעור רווחיות חזוי של 25%. מכיוון שהפרויקט נמצא בשלב ראשוני לא ניתן לו שווי עודף.
רומניה קניון (פלויישט)	114	הערכת החברה לפי עודף שווי על העלות המשוערת. מטעמי שמרנות לא נתנו שווי עודף לפרוייקט.
מולדובה (קישינייב)	28	הפרויקט נמצא בשלבים ראשוניים ולכן לא ניתן לו שווי עודף.
סה"כ תוספות	702	
בניכוי ערך בספרים	**140**	
סה"כ שווי עודף חזוי	**562**	**ערך עתידי ללא היוון וללא הוצאות מימון**

כמו כן להערכת החברה קיים שווי עודף באחזקותיה בסקיילין ורפיד בסך כולל של כ- 160 מ' ₪, יצוין כי בהערכת שווי שפרסמה חברת מישורים שותפתה של הכשרת היישוב בסקיילין נקבע שווי הפרוייקטים של סקיילין בסך כולל של כ- 250 מ' $.

הטבלה שלהלן מציגה יחסי מינוף נגזרים:

יחס בינוף	לפי IFRS	לפי הערכתנו
מנוף פיננסי בחברה (חוב נטו ל- EV*)	44.9%	34.6%
מנוף פיננסי כולל חוב בעלים משוקלל	66.7%	51.4%
מ.ב לשווי המניות* LTV)	39.5%	25.7%

* EV הון עצמי + חוב פיננסי נטו

** 71% מניות משועבדות, חוב בעלים בסך של כ- 250 מ' ₪.

ח. סיכום והמלצות

מומלץ לאשר פריסה מחדש של התחוב כנגד המניות לתקופה של פירעון מלא עד ל- 10 שנים ובכפוף לתנאים הבאים.

1. עמידה בהתניה הפיננסית יחס חוב פיננסי לחוב פיננסי בתוספת הון עצמי לא יעלה על 75% (דוחות מאוחדים הכשרת היישוב) תדירות בדיקה אחת לרבעון.
2. הון עצמי לא יפחת מסך של 600 מי ש, תדירות בדיקה אחת לרבעון החל מדיווח לפי IFRS.
3. קבלת ערבויות בעלים מעופר ויעקב נמרודי.

צבי כ ה,

העתק:
ש. נאמ
צ. כהן
י. גיט
ד. אמוראי

בנק הפועלים
ההשיבה העסקית

אגף עסקי
מטה עסקי

הוכן ע"י שלי סולטניק

04/12/07
5-קפ/2007

אל: שי טלמון, יעקב אורבך
מאת: דוד השואל

הנדון: <u>הכשרת הישוב בישראל בע"מ – הערכת שווי</u>

הערה: שע"ח 1 $ = 4.25 ₪
1 יורו = 5.53 ₪
1 זלוטי = 1.02 $

א. כללי

משפחת נמרודי היתה בעלת השליטה בחברת הכשרת הישוב בישראל בע"מ. עופר נמרודי חתם על הסכם רכישה עם טאו ובן דב אחזקות לפיה ירכוש כ- 20% נוספים ממניות הכשרת הישוב בשער של 25.5 ₪ למניה (בדיסקאונט של כ- 8% ממחיר השוק).

<u>תאור העסקה</u>

כנגד המניות ישלם עופר נימרודי כ- 34 מ' $ במזומן. כ- 13.5 מ' $ הון עצמי (39.7% מהעסקה). עד כה אושרי מימון של 8.4 מ' $ לשנתיים (ליבור + 2%).

ב. הבקשה

אשראי נוסף של 12.1 מ' $, להשלמת העסקה, בתנאים זהים לבקשה שאושרה.
התבקשנו ע"י הסקטור לבצע הערכת שווי לחברת הישוב ובדיקה של נכסיה המשמשים כביטחון לעסקה.

ג. **בטחונות מוצעים עבור סך האשראי המבוקש (20.5 מ' $) :**

- שיעבוד 18.5% ממניות הכשרת הישוב.
- ערבות אישית של עופר נמרודי.

ד. **מקורות לפירעון האשראי**

ב- 31.12.06 העביר עופר נמרודי מכתב כוונות לשי טלמון לפיו המקורות לפירעון האשראי המבוקש בסך 20 מ' $ יפרע ע"י אחת משלושת החלופות הבאות:

1. מכירת מערב אחזקות לפי שווי חברת שלא יפחת מ- 160 מ' $, דבר המבטיח תזרים של 100 מ' $ על חלקה של הכשרת הישוב במערב (כ- 62%). בניכוי מס של 10-15 מ' $, יוותרו בידי החברה 85-90 מ' $ לחלוקת דיבידנד.
2. מכירת קניון שבעת הכוכבים לפי שווי חברה של כ- 150 מ' $, לאחר פירעון החוב על הקניון בסך של כ- 71 מ' $, יוותר בידי החברה כ- 79 מ' $ לפני מס, שיחולק כדיבידנד.
3. מימוש השקעות ונכסים בחו"ל ששוויים נאמד בלמעלה מ- 100 מ' $.

מכירת הנכסים מתוכננת לשנה הקרובה.
היכולת לחלק דיבידנדים ע"י הכשרת היישוב עשויה לגדול עם יישום תקן IFRS.

ה. אשראי בקבוצה

בתשבונות עפר נמרודי חבי להשקעות, יעקב נמרודי חבי להשקעות ויעקב נמרודי (פרטי) קיים אשראי שניתן לקבוצה לצורך רכישת מניות הכשרת הישוב (כל החשבונות מדורגים בבנק בדרוג A).

היקף האשראי שנלקח ע"י עופר ויעקב נמרודי כנגד מניות חינו 165 מליון ₪.

כעד האשראי משועבדות כיום 15,353,856 מניות המהוות 54.3% מהון המניות של הכשרת הישוב (הפיל מחווה מניות שליטה באמצעות מניות יסודיתב המשועבדות לבנק).

שווי השוק של הכשרת הישוב נכון לתאריך 5.2.07 כ- 781 ₪ (183.9 מי $).

כמו כן, קיימות ערבויות אישיות לחוב רובן של עופר נמרודי.

ו- נתונים מהדוחות הכספיים

<u>תוצאות הפעילות</u>

להלן תמצית תוצאות הפעילות המאוחדות של הכשרת היישוב לשנים 2003-2005 ולתשעת החודשים של 06-05.

מליוני ₪	1-9/06	1-9/05	2005	2004	2003
הכנסות	658	656	1,763	1,878	1,663
% גידול	0%		-6%	13%	
EBITDA	101	122	179	169	135
% מהמחזור	15%	19%	10%	9%	8%
רווח נקי	-45	-21	-61	11	-127
% מהמחזור	-7%	-3%	-3%	1%	-8%

מתוך הדוייחות המאוחדים עולה כי החברה סובלת מהפסדים לאורך זמן, למעט שנת 2004, שבה חל גידול בהכנסות מעסקי התקשורת, מיזום, מתביטוח והמלוטאות. ה- EBITDA של החברה חיובים לאורך זמן לאור הוצאות הפחת הגבוהות שיש לחברה בין עסקי תמלוטאות.

<u>מבנת המאזן</u>

להלן תמצית המאזנים של חכשרת היישוב במאוחד במליוני ₪:

מאזנים מאוחדים ל- 30.9.06 במליוני ₪		
	במליוני ₪	% מהמאזן
מזומנים ושווי מזומנים	331	12%
סחייב רכוש שוטף	943	35%
רכוש קבוע, נטו	1,411	53%
סחייב נכסים	2,671	100%
התחייבויות לטייק	830	31%
התחייבויות לטייא	1,639	61%
הון עצמי	250	9%

* המאזן היט בנטרול פעילות הביטוח, שמשמש ע"י הכשרת היישוב.

מתוך המאזנים עולה כי לחברה יחס הון עצמי למאזן של 9% בלבד. יחד עם זאת, חשוב לציין כי תקן IFRS ישפר את האיתנות הפיננסית של החברה. להערכתנו הענוף הפיננסי הכלכלי המתבטא ביחס חוב לשווי אחזקות עומד על כ- 47%.

ז. הערכת שווי (במליוני ₪) (ראה נספח ח')

...ותרחישים	הערכת הנהלת הכשרת היישוב	הערכת המסת העסקי	רגישות (פסימי)
שווי שוק	781	781	781
סה"כ שווי כלכלי	2,052	800	640
חוב פיננסי סולו, נטו של החברה**	715	715	715
חוב בעלים כנגד מניות (במונחי שעבוד של 100%)	334	334	334
סה"כ חוב פיננסי סולו, נטו + חוב בעלים כנגד מניות	1,050	1,050	1,050
שווי EV	2,768	1,516	1,356
מנוף פיננסי בחברה סולו	26%	47%	53%
חוב פיננסי מאוחד, נטו**	1,581	1,581	1,581

* סה"כ חוב בהיקף של כ- 216 מ' ₪ מחולק בשיעור השעבוד של המניות (64.6%).

** המנוף הפיננסי אינו כולל את חוב הבעלים כנגד מניות.

ח. הערכת שווי לפי מגזרי פעילות (במליוני ₪):

	שווי בספרים	שווי שוק	רגישות	הערכות המנוה	הערכות החברה
הון עצמי	250	—	250	250	250
רווחי הון בגין מימוש מניות שרפ"ק	40	—	3,737	3,737	3,737
רווח הון בגין מימוש נכסי הביסוח	48	205	26	26	26
רווח הון בגין יציאה מהסכם עם צד ג' בגין פרויקט בפולין		—	6	6	6
תוספת שווי - תקשורת	284	מעריב – 509.1 רפיד ויזין - 1	31	110	451
תוספת שווי של נכסי הנדל"ן המניבים	865	—	105	168	358
תוספת שווי של הייחום	57	—	237	255	790
תוספת שווי של המלונות	183	מלונות הכשרה - 36.5	0	0	136
תוספת שווי של אופסימה	77	57.4	-18	-19	31
סה"כ תוספות לשווי	1,514		390	550	1,802
סה"כ שווי כלכלי			640	800	2,052

מגזר התקשורת

- בתרחיש הפסימי הנחנו כי שווי השוק של מעריב ורפיד ויזין משקף את שווין הכלכלי.
- בתרחיש הריאלי הנחנו כי השווי הכלכלי של מעריב משקף את שווי השוק בתוספת פרמיה של 25%, כלומר, כ- 150 מ' $, לאור עסקת המכירה הנרקמת. נציין כי לעיתון הארץ נכנס משקיע לאחרונה לפי שווי של כ- 130 מ' $ לפני הכסף. בנוסף, הנחנו כי שווי השוק של רפיד ויזין משקף את שוויה הכלכלי.
- בתרחיש האופטימי הנהלת החברה הניחה כי השווי הכלכלי של מעריב הינו כ- 280 מ' $. בנוסף, הנהלת הכשרת היישוב לא הציפה ערך לחברת רפיד ויזין.

- ב-3 התרחישים הוערכו הנכסים המניבים ופעילות הייזום לפי שווי NAV. בנוסף, הונח כי שווי השוק של אופטימה, העוסקת בעיקר בתחום הנדל"ן, משקף את שוויה הכלכלי.

מגזר המלונות:

- בתרחישים הפסימי והריאלי הנחנו כי השווי בספרים של מגזר הנדל"ן והייזום משקפים את השווי הכלכלי.
- להערכת הנהלת החברה (תרחיש אופטימי) מגזר המלונאות תוערך בשיטת המכפיל.

ט. יחסים פיננסים:

במי ₪:

הנחות הבדיקה	הערכות הנהלת הכשרת היישוב	הערכת המטה העסקי	רגישות
חוב פיננסי מאוחד, נטו	1,581	1,581	1,581
חוב פיננסי כנגד מניות, משוקלל	334	334	334
סה"כ חוב כולל	1,915	1,915	1,915
מלונאות ויבית			
תוצאות ויבית על החוב כולל (ויבית של 6%)	115	115	115
מקורות נדרשים להחזר החוב			
EBITDA לשנת 2005	179	179	179
EBITDA לשנת 2004	169	169	169
EBITDA לשנת 2003	135	135	135
יחסים מתוך התחייבויות פיננסיות, נטו			
יחס חוב כולל ל-EBITDA מקסימלי	11	11	11
יחס חוב כולל ל-EBITDA ממוצע	12	12	12
יחס חוב כולל ל-EBITDA מינימלי	14	14	14

<u>מהטבלה לעיל עולה כי:</u>

1. יחס החוב ל- EBITDA גבוה ומעיד על יכולת פרעון נמוכה.
2. דה-EBITDA ברמתה הנמוכה יכולה לשרת את הויבית על החוב הכולל. חשוב לציין כי הויבית של 6% בהווה אינדיקציה בלבד ואינה משקפת את הויבית בפועל כיום בגין ההלוואות.

יתרונות/ סיכויים

- הכשרת היישוב מדורגת -A עיי מעלות, ומדורגת עיי חבנק BBB.
- המעבר ל- IFRS יציף ערך לחברה, היות והזהון העצמי ישקף את השווי הכלכלי של נכסי החברה.

מלונאות -

- ענף המלונאות מאופיין בהתאוששות בארץ. יציבות במצב הבטחוני והמשך אינדיקטורים כלכליים חיוביים תומכים בהמשך מגמת חיובית בענף.

נדל"ן -

- דירוג הבנק לקניון 7 הכוכבים הינו A.
- דירוג הבנק לאופטימה ייזום הינו A.
- דירוג הבנק לנכסי אופטימה בגין והשקעות הינו BBB.
- בתחום הנדל"ן המניב לחברה פיזור רב של דיירים. כיום לחברה 745 דיירים, שמתוכם 595 בארץ, 40 בפולין ו- 110 בקנדה.
- שיעור התפוסה המשוקלל של החברה בנכסים המניבים הינו כ- 96%.

תקשורת

- מעריב הינו העיתון היומי השני בתפוצתו בארץ.
- דירוג הבנק לרפיד ויזין ולמעריב הינו BBB.
- ישנה יציבות יחסית ביחסי הכוחות בין העיתונים העיקריים בענף בשנים האחרונות.
- החברה מתעתדת לבצע חסכון בעלויות בהיקף של כ- 29 מליון ₪.
- החברה מתעתדת לספק עיתון מודרני יותר, הכולל פרשנויות, וכדומה וצמצום במרכיב החדשותי.

חסרונות / סיכונים

- החברה סובלת מהפסדים לאורך זמן, בעיקר במגזר התקשורת והמלונאות.
- לחברה הוצאות מימון גבוהות.

מלונאות -

- ענף המלונאות סובל מגמישות תפעולית נמוכה וכרוך בהשקעות הוניות גבוהות.
- ענף המלונאות מאופיין ברגישות גבוהה למצב הבטחוני בארץ וכן למצב הכלכלי במשק הישראלי.

נדל"ן -

- כ- 60% מפעילות הייזום של החברה בארץ מרוכזת בפריפריה. הביקושים בפריפריה תלויים במידה רבה ביכולת הקניה, בשיעור האבטלה, ברמת הבטחון התעסוקתי ובשיעור ההגירה. גורמים אלו לא קיימים במידה ניכרת באזורי הפריפריה. כמו כן, אזורי הפריפריה מאופיינים בהגירה שלילית.
- בתחום הייזום בחו"ל התקבל אישור תב"ע של 25% בלבד בגין הפרויקט בפולין. בגין 2 הפרויקטים הנותרים בתחום הייזום בחו"ל טרם התקבלו אישורי בניה. עיכובים או העדר קבלת היתרים עלולים לפגוע בתוצאותיה העסקיות של החברה.

תקשורת

- עסקי העיתונות המודפסת מצויים בדעיכה לאורך שנים, שצפויה להימשך לאור התפתחות האינטרנט ועליה בשיעורי החשיפה לאתרי חדשות באינטרנט.
- עסקי שלטי החוצות מצוי בשנים האחרונות בשחיקת מחירים לאור עודף ההיצע בשלטי חוצות בארץ.

שווי

שווי חברת "הכשרת היישוב" מהאמור לעיל בהנחות המטה הינו כ- 798 מליון ₪. שווי שוק של "הכשרת היישוב" לתאריך 5.2.07 הסתכם בכ- 781 מליון ₪.

כושר פרעון

להערכתנו, קיים כושר פרעון לריבית, אך יחד עם זאת, היקף המימון המבוקש גבוה. כמו כן, החברה צריכה להמשיך ולהציג רווחים ממימושים ומיצירת רווחי הון ומהצלחת הפרוייקטים מייזום אותם מקימה בארץ, בפולין וברומניה.

המלצות

מתן הלוואה נוספת ע"ס 12.1 מליון $ לפי הקריטריונים הבאים:

1. ערבות אישית של עופר נמרודי.
2. שעבוד 64.6% ממניות הכשרת היישוב (מ.ב. 0.47 ביחס לשווי החברה להערכתנו, ומ.ב. של 0.26 ביחס לשווי המניות לפי הערכות הנהלת הכשרת היישוב).
3. מימוש הנכסים עפ"י הצהרת כוונות.

קו בנטס:

1. ההון העצמי לא יפחת מ- 200 מליון ₪.
2. שיעור ההון העצמי לא יפחת מ- 8% מהמאזן, בנטרול פעילות הביטוח.
3. הקובננטס יותאמו לאחר מעבר לדיווח לפי IFRS.

ב ב ר כ ה,

מקורות מידע:

מדוד מידע – קטעי עיתונות, BDI, D&B.

דוחות כספיים חברת הכשרת הישוב בישראל בע"מ - Q3/06, 2005.

דו"חות כספיים של מלונות הכשרה בע"מ

דו"חות כספיים של מערב

דו"חות כספיים של רפיד ויזן

חברת מעלות.

הערכות שמאי הבנק לפעולות המדלין תיזמי והמניב בארץ

סקירות של IBI על ענף המדלין בארץ

העתק: ש. גאנו
צ. כהן
א. נמש
ט. יפת

נספחים:

נספח א' - הכשרת היישוב בישראל בע"מ

א. כללי

החברה נוסדה בשנת 1909 באנגליה ע"י ההסתדרות הציונית כאמצעי לרכישת קרקעות והכשרתם להתיישבות.

בשנת 1953 נרשמה החברה כחברה ישראלית לפקודת החברות דאז ומשנה זו החברה הנה חברה ציבורית הנסחרת בבורסה לניע בת"א.

החל מאוקטובר 1987 רכשה משפחת עמרחי את השליטה בחברה.

החל משנת 1991 החלה החברה לעסוק גם בתחום הביטוח. בפברואר 2006 התקשרו החברות, הכשרת הישוב ביטוחים בע"מ ובניני מידות בע"מ (חברה בת של החברה) בחסכם עם אלעזרא החזקות בע"מ למכירת אחזקותיהן בביטוח. נכון להיום, התקבלה כל תמורת המכירה בסך של כ- 93 מ' ₪ אשר תשמש להשקעות בחו"ל ופרעון הלוואות אשר יובילו בין היתר לשיפור הפרופיל הפיננסי של החברה.

החל משנת 1992 החברה פועלת גם בתחום העיתונות, באמצעות "מעריב החזקות בע"מ", ובתחום שילוט חוצות באמצעות חברת "ירפיד ויזיק בע"מ".

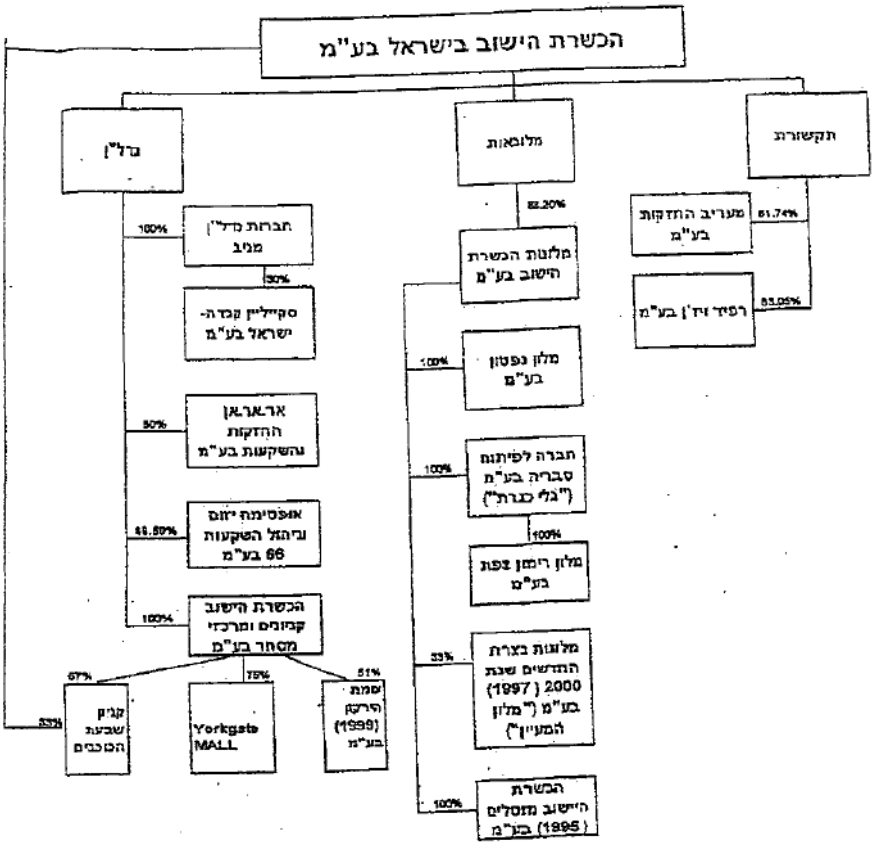
בשנת 1998 הרחיבה החברה את פעילותה בתחום הנדל"ן, באמצעות "הכשרת הישוב קניונים ומרכזי מסחר בע"מ, העוסקת בייזום, הקמה וניהול של קניונים ומרכזי מסחר.

לאחרונה הוגשה תביעה ע"י גוסינסקי בהיקף של כ- 85 מליון ₪ נגד הכשרת הישוב לאור ההפסדים שספג גוסינסקי בגין השקעתו במניות מעריב.

<u>החברי הנה חברי אחזקות, הפועלות כיום במישרין ובאמצעות חברי בנות בשלושה תחומים עיקריים:</u>

1. <u>נדל"ן</u>- השכרה וניהול של נכסים מניבים בישראל, בקפריסין ובפולין. כמו כן, עוסקת החברה בייזום וביצוע פרוייקטים בעיקר למגורים בארץ ובפולין. פעילות זו מתבצעת ע"י חברה וחברות בנות פרטיות שבבעלותה מלאה.
2. <u>תקשורת</u> – עיתונות ושלטי חוצות. בתחומים אלו החלה החברה לעסוק משנת 1992 באמצעות "מעריב" "ירפיד ויזיק". "מעריב" נסחרת בבורסה "ירפיד ויזיק" הינה מניית שימור.
3. <u>מלונאות</u>- בעלות וניהול רשת בתי מלון ברחבי הארץ. פעילות זו מתבצעת באמצעות "מלונות הכשרה", שהינה חברה ציבורית.

להלן אחזקותיה העיקריות של החברה ושעורי השליטה נכון ל- 30.9.06:



הקבוצה מדורגת בבנק BBB. אגרות חוב של הקבוצה דורגו ע"י חברת מעלות (-A).

<u>רשימת בעלי עניין בחברה:</u>

	% אחזקה	% בהצבעה
יעקב נמרודי	35.34%	67.67%
<u>עופרה נמרודי</u>	<u>15.06%</u>	<u>7.53%</u>
סה"כ משפחת נמרודי	50.40%	75.20%
טאו	18.90%	8.45%
בן דב אחזקות	1.49%	0.75%
אורסי	2.28%	1.14%
אי.די.בי. פיתוח	5.08%	2.54%
כלל החזקות עסקי ביטוח	0.42%	0.21%
<u>הציבור</u>	<u>23.39%</u>	<u>11.71%</u>
סה"כ	100%	100%

נספח ב' - תקשורת

ב.1 מעריב

ב.1.1. כללי -

מעריב החזקות בע"מ הוקמה בשנת 1978 ע"י "מלונות נופש (ניהול) בע"מ" ו"מלונות הכשרת היישוב בע"מ". ב- 1993 הועברו המניות לחברת "הכשרת היישוב תקשורת בע"מ". החברה מדורגת ע"י הבנק BBB וע"י מעלות A-.

החברה עוסקת במספר תחומים:

הוצאה לאור (עיתונות): הקבוצה מוציאה לאור את העיתון היומי השני בתפוצתו בישראל. בנוסף, עוסקת הקבוצה בהוצאת 13 מגזינים ("את", "מעריב לנוער", "מעריב לילדים", "ריינטינג", "נשיונל גיאוגרפיק", "טרוולר", "עיצוב", "שם המשחק", "להיות הורים", "גורמה", "ביג טיים" ו"מותק") וכך מוציאה הקבוצה לאור 17 מקומונים, שמתוכם 15 מקומונים של רשת "זמן מעריב" ו- 2 מקומונים נוספים ("הדף הירוק וקו למושב", "כלבי"). כמו כן, מפעילה הקבוצה אתר אינטרנט nrg, המפרסם ידיעות ממעריב וממקורות נוספים.

פעילויות נוספות: הוצאה לאור של ספרים מספריית מעריב באמצעות ספריית "כתר", הפעלת בית דפוס העוסק בהפקה ובהדפסת העיתון ומגזינים נוספים היוצאים לאור על ידי החברה, וכן אספקת שרותי דפוס לגורמים אחרים. חשוב לציין כי הפעילויות הנוספות מהוות מרכיב זניח מהיקף המכירות של החברה.

ב.1.2. סביבה עסקית:

שוק התקשורת בכללותו ובתחום העיתונות בפרט, מאופיין בשנים האחרונות בריבוי ערוצי תקשורת והתרחבות השימוש באינטרנט, ונגישות הציבור לאינפורמציה עדכנית 24 שעות ביממה בערוצים השונים, כגון: רדיו, טלוויזיה, אינטרנט וסלולר. בשנים 2003-2004 חלה ירידה בקריאת עיתונים מודפסים ובשנת 2005 חלה מגמה הפוכה, שאינה מעידה דבר על העתיד. להערכת הנהלת מעריב, הנטייה בקרב הציבור היגה לקרוא חדשות באינטרנט, דבר שגרם לעיתונים היומיים להקים אתרי אינטרט המאפשרים סינרגיה בין העיתונות המקוונת לעיתונות המודפסת.

בשנת 2005 היקף שוק העיתונות בארץ נאמד בכ- 2.85 מיליארד ₪ (במונחי הכנסות ממכירות עיתונים, מנויים ופרסום). בשנת 2005 חלה ירידה בצמיחה בענף בהשוואה לשנת 2003 בשיעור של כ- 5% וחל גידול קל בהכנסות לעומת שנת 2004, שנבע בעיקר מעליה בשיעור של כ- 5.5% במספר העיתונים המופצים בממוצע בימי חול, שהסתכם בשנת 2005 בכ- 950 אלף עיתונים, ועליה של כ- 2% במספר העיתונים המופצים בימי שישי, שהסתכם בשנת 2005 בכ- 1.5 מליון עיתונים.

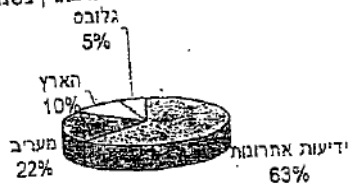
שיעורי החשיפה לעיתונים המודפסים בשנת 2005:

שיעורי חשיפה בעיתונות היומית:	ימי חול*	סופי שבוע*	ממוצע**
מעריב	20.4%	25.3%	26%
ידיעות אחרונות	40.1%	50.9%	50%
הארץ	6.1%	7.5%	13%
גלובס	3.3%	2.5%	11%

שיעורי חשיפה במקומונים:	2005	2004
שוקן	29.6%	29.4%
ידיעות	33.3%	34.5%
מעריב	25.9%	27.0%
הרשת המקומית	36.6%	35.5%

* מקור: דו"ח תקופתי של "מעריב" לשנת 2005.

התפלגות מכירות עיתונים יומיים בארץ בשנת 2005



** מקור: BDI, סקירת ענף העיתונות בארץ, 2005.

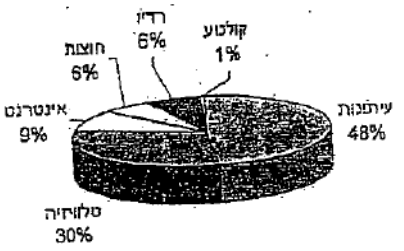
לחערכת BDI ישנה בעיה נאמנות גבוהה למותג, שמשתקפת, בין היתר, ביציבות חיחסית ביחסי חכוחות בין העיתונים העיקריים בענף בשנים האחרונות. עם זאת, חלק מהלקוחות, וביניחם חלק גדול ממנויי העיתונים מאופיינים ברמת נאמנות מאוד נמוכה ומושפעים ממחיר המנוי, מבצעים וכדומה.

ענף העיתונות מאופיין בחסמי כניסה גבוהים לאור מבנה השוק, חכולל 2 עיתונים יומיים גדולים בעלי מיתוג גבוה ונתח שוק גדול, תחרות קשה בענף ושחיקת מחירים וחצורך בהשקעות הוניות גבוהות, ותחליך החדירה לשוק תוך התמודדות עם הרגלי קריאה מושרשים של קוראי העיתונים. עם זאת, עיתונות יומית מאופייית בביקוש גמיש לאור מגוון ערוצי התקשורת האחרים, שמחווים תחליף לעיתונות המודפסת. בשנים האחרונות ענף העיתונות המודפסת החל לפעול גם בעיתונות המקוונת. כיום שיעור החשיפה לאתר ynet של מעריב ברמה שבועית הינו כ- 22.5% וברמה חודשית כ- 32%, קרי, כ- 1.15 מליון גולשים בחודש.

תחכנסות מעיתונות נגזרות מ- 2 מקורות: 1) פרסום – בשנת 2005 חיוות, להערכת BDI כ- 55%-60% מסך החכנסות. 2) מכירת עיתונים ומנויים – היוות, להערכת BDI, כ- 40%-45% מסך החכנסות.

ענף הפרסום בארץ נאמד בהיקף של כ- 805 מליון $, שמתוכו העיתונות המודפסת מהווה כ- 50%.

התפלגות שוק הפרסום בארץ בשנת 2006***



*** מקור: TheMarker, ינואר 2007.

ענף הפרסום בארץ מאופיין בתנודתיות גבוהה לאור השפעות המצב הבטחוני-מדיני והמאקרו כלכלי. בשנת 2006 ענף הפרסום בארץ נאמד בכ- 805 מליון $, גידול של כ- 0.6% לעומת שנת 2005, דבר המצביע על קפאון בענף חפרסום בארץ, על אף הצמיחה במשק, כתוצאה מהמלחמה בצפון, שגרמה

לעצירת חלק מהקמפיינים הפתוכננים לקץ. כמו כן, מפרסמים רבים הסבו את המשאבים הכספיים מפרסום לשימור וטיפוח לקוחות. מפרסמים אחרים תגבילו את נתח הפרסום באינטרנט ובמקביל הקטינו את נתח הפרסום באמצעי מדיה מסורתיים. בשנת 2006 שוק הפרסום באינטרנט הסתכם בכ- 69 מליון $ וצפוי לגדול לכ- 82 מליון $, גידול של כ- 19% בשנת 2007. האינטרנט הפך לאמצעי המזיה השלישי בגודלו בארץ בעקי הפרסום. המשך התאצה באינטרנט צפויה לבוא לידי ביטוי גם בתחום הוידאו באינטרנט.

התחרות בשוק הפרסום כיום משמעותית, בעיקר לאור כניסת ערוצי טלוויזיה מסחריים חדשים לשוק הקשורת, שיצרה אלטרנטיבה פרסומית בטלוויזיה וגרמה להסטת חלק מתקציבי הפרסום של העיתונות לטלוויזיה ולשחיקה מסוימת במחירי הפרסום בעיתונות המודפסת. להערכת מעלות, ההתפתחויות בעקי נובעת, בין היתר, מהעיתונים המודפסים שמתולקים בחינם. בנוסף, חלה שחיקה בשנים האחרונות בשיעור החשיפה של כלל העיתונים המודפסים. בשנים האחרונות להערכת TheMarker, לאחר שנים ארוכות נתח הפרסום בעיתונות ירד לראשונה מ- 50% מעוגת הפרסום בשנת 2005 לכ- 48.7% בשנת 2006. עם זאת, נתח הפרסום בעיתונות בארץ גבוה מהממוצע העולמי, שנאמד כיום בכ- 42% וצפוי לרדת לכ- 40% בשנת 2009. להערכת IFRA, בשנת 1995 נתח הפרסום בעיתונות המודפסת בעולם היווה כ- 36%, ירד לרמה של כ- 30% בשנת 2005 ועד לשנת 2015 צפוי להערכתם לרדת בכ- 5% נוספים.

עפ"י נתוני איגוד המפרסמים עלה כי בשנת 2005 חלה עליה בקרב 4 העיתונים היומיים הגדולים המתחרים ("ידיעות אחרונות", "הארץ", "גלובס" ו"גלובס פרסטיג") בהכנסות מפרסום בשיעור ממוצע של כ- 11% לעומת ירידה בשיעור של כ- 10% בהכנסות מפרסום בעיתון "מעריב".

ב.1.3 דו"חות כספיים:

מאזן – בא' ₪ ובאחוז מסך המאזן

2004	2005	9/05	9/06	2004	2005	9/05	9/06	
								רכוש שוטף
64.0%	62.9%	63.3%	59.8%	730,474	674,092	695,527	536,076	מזה מזומנים ושווי מזומנים
34.8%	31.0%	30.2%	24.8%	397,072	332,489	332,502	221,941	מזה נ"ע סחירים
4.9%	8.5%	9.3%	8.0%	56,319	91,320	102,611	71,262	פקדונות בתאגדים בנקאיים
				9,010	0	0	0	מזה לקוחות
15.3%	14.2%	13.9%	18.5%	174,291	152,189	152,291	165,881	מזה חייבים
2.2%	2.5%	2.7%	1.7%	25,555	27,189	29,224	14,814	מזה מלאי
6.0%	6.6%	7.2%	6.9%	68,227	70,905	78,899	62,178	
								השקעות לזמן ארוך
1.2%	3.1%	3.0%	1.0%	13,633	33,417	33,141	9,019	השקעה בחברות מאוחדות
0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0	0			השקעה בחברות כלולות ואחרות
0.5%	0.3%	0.3%	0.3%	5,861	3,359	3,359	2,959	השקעות, הלוואות וחייבים לט"א
0.7%	2.8%	2.7%	0.7%	7,772	30,058	29,782	6,060	
71.5%	76.1%	74.7%	92.4%	817,563	815,895	821,370	828,148	עלות
39.9%	45.3%	43.8%	56.8%	455,399	485,074	481,951	509,270	בניכוי פחת
31.7%	30.9%	30.9%	35.6%	362,164	330,821	339,419	318,878	יתש קבוע נטו
3.1%	3.1%	2.8%	3.6%	34,861	33,193	31,317	32,213	רכוש אחר
100%	100%	100%	100%	1,141,132	1,071,523	1,099,404	896,186	סה"כ נכסים
								התחייבויות שוטפות
42.4%	47.8%	46.2%	50.5%	484,369	512,526	507,746	452,274	מזה אשראי מבנקים
23.6%	32.8%	29.7%	32.9%	269,334	351,472	326,531	295,087	מזה חלויות שוטפות של אג"ח להמרה
0.6%		0.7%	0.0%	7,168	7,361	7,304	0	מזה חלויות שוטפות לאג"ח
				19,871	18,019	17,166	18,274	מזה ספקים
9.8%	5.9%	6.1%	8.0%	112,156	63,505	67,596	71,335	דיבידנד לשלם
0.0%		1.4%	0.0%	0	0	15,000	0	מזה זכאים ואחרים
6.6%	6.7%	6.7%	7.5%	75,840	72,169	74,149	67,578	
								התחייבויות לזמן ארוך
22.1%	18.2%	19.3%	15.3%	251,951	194,636	212,284	136,947	מזה התחייבויות לבנקים
10.8%	7.1%	8.5%	5.4%	123,702	76,221	93,609	48,525	מזה אג"ח
6.3%	6.7%	6.2%	6.1%	72,149	72,076	68,666	54,822	מזה עודף הפסדים על השקעה בחברות כלולות
0.1%	0.0%	0.2%	0.0%	1,531	0	2,211	0	התחייבויות בשל סיום יחסי עובד-מעביד, נטו
2.7%	2.7%	2.6%	3.7%	30,903	28,890	29,021	33,600	מסים נדחים
2.1%	1.6%	1.7%	0.0%	23,666	17,449	18,777	0	
								התחייבויות המירחכות לפעילויות מופסקות
0.0%	0.0%	0.0%	0.0%			0	0	
0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4	4	36	106	זכויות המיעוט
35.5%	34.0%	34.5%	34.2%	404,808	364,357	379,338	306,859	הון עצמי
0.0%	0.0%	0.0%	0.0%					מזה עודפים
100%	100%	100%	100%	1,141,132	1,071,523	1,099,404	896,186	סה"כ התחייבויות והון עצמי
48%	53%	51%	50%	546,793	571,488	561,074	450,308	התחייבויות פיננסיות
44%	46%	45%	37%	501,885	490,419	499,571	334,435	נכסים פיננסיים
3.9%	7.6%	7.4%	12.9%	(44,908)	(81,069)	(81,069)	(115,873)	התחייבויות פיננסיות נטו
-11.4%	-14.9%	-14.9%	-17.5%	130,362	159,589	163,594	156,724	הון חוזר (ללא זכאים וחייבים)

רכוש שוטף: הירידה ברכוש שוטף ב- 30.9.06 כתוצאה מפריעון אגיית וחלוואות בהיקף של כ- 90 מליון ₪ וירידת בשווי ההשקעות בניייע בהיקף של כ- 20 מליון ₪.

השקעות לט"א: הירידה בהשקעות לט"א ב- 30.9.06 נובעת מפרעון מוקדם של השקעה באג"ח בסך של כ- 24 מליון ₪.

התחייבויות לט"ק: ב- 30.9.06 חלה ירידה בהתחייבויות לט"ק כתוצאה מקיטון בסעיף אשראי מתאגידים בנקאיים וירידה בחלויות שוטפות של אג"ח להמרה עקב פרעון אג"ח להמרה (סדרה א').

התחייבויות לט"א: הירידה בהתחייבויות לט"אב- 30.9.06 נובעת בעיקר מקיטון בחוב לבנקים ולנותני אשראי אחרים וירידה באג"ח עקב תשלום ראשון של קרן אג"ח (סדרה ג') ומקיטון במסים נדחים.

הון עצמי: הירידה בהון העצמי ב- 30.9.06 נבעה בעיקר מהפסד נקי שספגה החברה בתשעת החודשים של 06'.

דוח רווח והפסד – בא' ₪ וכאחוז מסך ההכנסות

	9/06	9/05	2005	2004	2003	9/06	9/05	2005	2004	2003
סה"כ הכנסות	398,136	382,310	513,931	536,701	517,001	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
שיעור גידול	4%		-4%	4%						
סה"כ עלות המכר	(292,030)	(262,090)	(350,295)	(375,300)	(349,655)	-73.3%	-68.6%	-68.2%	-69.9%	-67.6%
רווח גולמי	106,106	120,220	163,636	161,401	167,346	26.7%	31.4%	31.8%	30.1%	32.4%
הוצאות מכירה ושיווק	(80,972)	(80,582)	(113,265)	(122,340)	(115,486)	-20.3%	-21.1%	-22.0%	-22.8%	-22.3%
הוצאות הנה"כ	(44,695)	(47,284)	(63,110)	(64,101)	(68,386)	-11.2%	-12.4%	-12.3%	-11.9%	-13.2%
[illegible] (הפסד) תפעולי	(19,561)	(7,646)	(12,739)	(25,040)	(16,526)	-4.9%	-2.0%	-2.5%	-4.7%	-3.2%
[illegible]אות מימון	(9,341)	(10,900)	(15,941)	(19,998)	(29,765)	-2.3%	-2.9%	-3.1%	-3.7%	-5.8%
הכנסות (הוצאות) אחרות, נטו	(28,969)	7,367	(51)	100,610	2,303	-7.3%	1.9%	0.0%	18.7%	0.4%
הפסד מתיפין בחברה מאוחדות	0	(3,274)	(4,333)	(4,240)	(4,259)	0.0%	-0.9%	-0.8%	-0.8%	-0.8%
רווח (הפסד) לפני מס	(57,871)	(14,453)	(33,064)	51,332	(48,247)	-14.5%	-3.8%	-6.4%	9.6%	-9.3%
מס	0	5,469	9,177	(9,177)	4,696	0.0%	1.4%	-27.8%	-17.9%	-9.7%
רווח לאחר מס	(57,871)	(8,984)	(23,887)	42,155	(43,551)	-14.5%	-2.3%	-4.6%	7.9%	-8.4%
חלק החברה בהפסדי (ברווחי) חברות כלולות, נטו	0	(1,454)	(1,454)	647	319	0.0%	-0.4%	-0.3%	0.1%	0.1%
זכויות המיעוט	(102)	(32)	0	182	(32)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
הפסד מפעולות מופסקות	.	.	0	0	(26,356)			0.0%	0.0%	-5.1%
רווח נקי	(57,973)	(10,470)	(25,341)	42,984	(69,620)	-14.6%	-2.7%	-4.9%	8.0%	-13.5%
EBITDA	36,450	21,088	35,451	(78,527)	26,964	9.2%	5.5%	6.9%	-14.6%	5.2%

הכנסות: הגידול בהכנסות בתשעת החודשים של 06' נובע בעיקר מהאיחוד לראשונה של "רייטינג", מדריך הפנאי, שהוצגה כחברה כלולה והפכה להיות בבעלות ובשליטה מלאה ב- Q4/05. כמו כן, בתקופה חל גידול בהכנסות מעבודות דפוס. הירידה בהכנסות בשנת 2005 נובעת בעיקר מקיטון בהכנסות מפרסום. מנגד, בשנת 2004 חלה עליה בהכנסות מפרסום.

רווח גולמי: השחיקה בשיעור הרווח הגולמי בתשעת החודשים של 06' ובשנים האחרונות נובעת בעיקר מעליית מחיר הנייר, שמהווה חומר הגלם העיקרי של החברה והיווה בשנת 2005 כ- 20% ממחזור המכירות.

רווח תפעולי: החברה סובלת מזה מספר שנים וכן בתשעת החודשים של 06' מהפסדים תפעוליים, הנובעים משחיקה בשיעור הרווח הגולמי, שבלטה בעיקר בתשעת החודשים של 06' וכתוצאה מעליות תפעוליות גבוהות, הבולטות בעיקר במרכיב המכירה והשיווק, שמהציתו נובעת מעליות שכר, מפיצי עיתונים ועמלות מכירה.

רווח נקי: החברה בשנים האחרונות ובתשעת החודשים של 06' הציגה הפסד נקי, למעט שנת 2004, שבה הציגה החברה רווח הון ממימוש מניות מת"ב של כ- 104.5 מליון ₪, וסה"כ הכנסות אחרות בהיקף של כ- 100.6 מליון ₪ לאור ניכוי הפסדים חד פעמים שנבעו ממימוש חברות כלולות. בתשעת החודשים של 06' הציגה החברה הפסד גבוה במיוחד לאור ההפסד התפעולי והפסדים מהשקעות בנ"ע בהיקף של כ- 29 מליון ₪.

תזרים מזומנים – באי ₪

	9/06	9/05	2005	2004	2003
תזרים מפעילות שוטפת	(5,463)	(16,517)	(18,550)	13,434	(9,373)
מזה תזרים גולמי	3,899	10,928	7,784	(3,165)	8,446
מזה תזרים מפעילות מופסקת	0	0			7,534
מזה הון חוזר	(9,362)	(27,445)	(26,334)	16,599	(17,819)
תזרים מפעילות השקעה	(11,915)	(13,450)	(13,250)	(17,605)	(64,375)
מזה תזרים מפעילות מופסקת	0	0	0	0	3,390
תזרים מפעילות מימון	(93,170)	(33,053)	(32,783)	215,528	69,837
מזה תזרים מפעילות מופסקת	0	0	0	0	(28,444)
עלייה (ירידה) במזומנים ושווי מזומנים	(110,548)	(64,583)	(64,583)	211,357	(3,911)

תזרים המזומנים מפעילות שוטפת בשנים 2003 ו- 2005 כתוצאה מהתפסד הנקי שהציגה החברה. בתשעת החודשים של 06' הציגה החברה שיפור בתזרים מפעילות שוטפת, אם כי עדיין תזרים שלילי לאור חצנת הפסד נקי בתקופות אלו. השיפור טבע בעיקר מירידה בהון החוזר בתשעת החודשים של 06'.

תזרים מפעילות השקעה כולל את ההשקעות ברכוש קבוע ובהברות בנות וכלולות בלבד. השקעות בנייע ואר נפיקדונות נרשמו בתזרים מפעילות מימון.

תזרים מפעילות מימון בתשעת התודשים של 06' ירד משמעותית כתוצאה מלקיחת אשראי מתאגידים בנקאיים בהיקף של כ- 43.6 מליון ₪, ממכירת אגיח בהיקף של כ- 11 מליון ₪ בתקופה המקבילה ומעליה בהיקף פרעון החלוואות לט"א מתאגידים בנקאיים בב- 19 מליון ₪. בשנת 2004 נהנתה החברה מתזרים חיובי מפעילות מימון כתוצאה מפרעון פקדונות בתאגידים בנקאיים, נטו בהיקף של כ- 172 מליון ₪ ולאור רווחים בנייע בהיקף של כ- 141.7 מליון ₪.

ב.1.4 אסטרטגיה ויעדים:

- התאמת המוצר לתנאי השוק: החברה מתעתדת לספק עיתון מודרני, הכולל את חסיפורים מאתורי חחדשות, פרשנויות, עצות שימושיות לציבור וכדומה. המרכיב התדשותי בעיתון יפחת לאור הנגישות לחדשות במגוון אמצעי תקשורת וירידה בקריאת עיתונים מודפסים.
- חסכון בעלויות: באמצעות הוצאת עיתון מוקטן במטרה לחסוך בעלויות הנייר. באמצע השבוע צפוי לצאת עיתון דק יותר ובסוף חשבוע יצא עיתון עבה, דבר שיאפשר חסכון נוסף בעלויות. להערכת חנהלת מעריב, החסכון צפוי להגיע להיקף של כ- 24 מליון ₪ בשנה.
- הרחבת חשקיעות באינטרנט: צפי להכנסת התוכן של העיתון והמקומונים על ידי עיתונאי מעריב, לעומת יצירת תוכן על ידי כל מקומון בנפרד, דבר שיאפשר חסכון של כ- 5 מליון ₪ בשנה לאור צמצום כ- 400 עובדים, שמחווים כ- 15% מכח האדם שהיה לחברה בשנת 2005. איחוד יצירת התוכן יאפשר סינרגיה בין התוכן באתר nrg לתוכן בעיתון, בדומה ל- TheMarker, המוסף הכלכלי של עיתון "הארץ". השקעות נוספות באינטרנט צפויות לבוא לידי ביטוי בפרסום בוידאו המועבר באינטרנט. קיים מעבר של תקציבים מהטלוויזיה לסרטוני חוידאו באינטרנט. להערכת חנהלת מעריב, צפויה בשנת 2007 הכפלה בהכנסות מפרסום באינטרנט.

ב.1.5 הערכת השווי:

מעריב נסחרת בבורסה לנייע. שוויה בבורסה ב- 5.2.07 היה כ- 509.1 מליון ₪. בהערכה הפסימית הנחנו מטעמי שמרנות כי שווי השוק של חחברה משקף את שוויה הכלכלי. בתרחיש הריאלי (הנחות המטה) הוספנו פרמיה של 25% מעל לשווי שוק של מעריב. חעחלת חכשרת חיישוב תניחה כי שוויה הכלכלי של

מעריב הינו כ- 280 מליון $. לאחרונה הינו הערכות למכירת מעריב לפי שווים של 180-220 מליון $. להערכתנו ניתן היה לבצע עסקה לפי שווי של 150-160 מליון $.

ב.2 רפיד ויזן

ב.2.1 כללי -

החברה התאגדה בשנת 1985, בשנת 1992 הפכה לחברה ציבורית ועסקה בייצור מוצרי בטון ואבנים משתלבות. בשנת 1997 חדלה החברה לעסוק בתחום לאור הליכי פינוס ופירוק ונמכרה בשנת 2000 כשלד בורסאי לירפיד שילוט חוצות בעיימ. המיזוג בוצע בפועל בשנת 2002. מאז המיזוג פועלת החברה בפרסום חוצות, הכולל שילוט אלקטרוני, הפקה ופרסום באמצעות שלטים מדפסים המוצבים בצמתים מרכזיים ברחבי הארץ, ריהוט רחוב מדפס הכולל עמדי שילוט ברחובות הערים ולוחות מוארים באיי תנועה. להערכת הנהלת רפיד ויזן, החברה חינה גורם מוביל בתחום פרסום החוצות בארץ. בשנת 2004 חועברו מניות החברה לרשימת השימור של הבורסה לאור העדר עמידה בגובה ההון העצמי הנדרש עפיי תנחיות הבורסה לניייע. דירוג הבנק לרפיד ויזן חינו BBB.

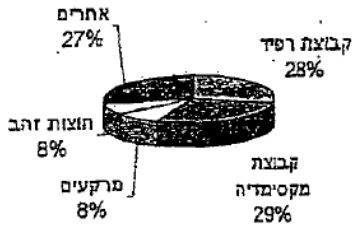
ב.2.2. סביבה עסקית -

הפרסום בשלטי חוצות נותר שולי יחסית בענף הפרסום בארץ ונאמד בשנת 2006 בהיקף של כ- 47 מליון דולר, שמהווה כ- 6% משוק הפרסום בארץ. בשנים האחרונות תחום שילוט החוצות מאופיין בעדף היצע, דבר שגרר שחיקת מחירים בענף. עם זאת, על אף התתרותיות הגבוהה בענף, שמר ענף שלטי חוצות על יציבות בנתח השוק היחסי בעוגת הפרסום.

להערכת TheMarker, ייתכן כי כניסתן של חברות בינלאומיות לשוק הישראלי יחווה את יריית הפתיחה למסע רכישות ומיזוגים של ספקי מדיה מקומיים, מהלך שעשוי לצמצם את מספר השחקנים, להוריד את מלאי המתקנים ולגרום לעליית מחירים.

המתחרה העיקרית של רפיד ויזן הינה קבוצת מקסימדיה, הפועלת בתחום פרסום חוצות, הכולל הפקה ופרסום הכוללים שלטי ענק, ריהוט רחוב הכולל עמדי שילוט ברחובות הערים, לוחות מוארים ופרסום באוטובוסים. רפיד ויזן ומקסימדיה שולטות בשוק פרסום החוצות בארץ.

התפלגות ענף פרסום חוצות בארץ בשנת 2005



ב.2.3 דו"חות כספיים -

תמצית מאזנים (באלפי ₪):

2004	2005	9/05	9/06	2004	2005	9/05	9/06	
43.3%	52.3%	51.6%	58.3%	22,666	27,723	28,162	30,349	רכוש שוטף
47.7%	39.8%	40.5%	33.8%	24,946	21,090	22,100	17,582	רכוש קבוע נטו
9.0%	7.8%	7.9%	8.0%	4,691	4,154	4,288	4,154	רכוש אחר
100%	100%	100%	100%	52,303	52,967	54,550	52,085	סה"כ נכסים
105.1%	54.4%	54.4%	112.1%	54,959	28,829	29,693	58,394	התחייבויות שוטפות
31.9%	80.6%	79.4%	24.6%	16,689	42,705	43,293	12,801	התחייבויות לזמן ארוך
-37.0%	-35.1%	-33.8%	-36.7%	(19,345)	(18,567)	(18,436)	(19,110)	הון עצמי
0.0%	0.0%	0.0%	0.0%					מזה עודפים
100%	100%	100%	100%	52,303	52,967	54,550	52,085	סה"כ התחייבויות והון עצמי
105%	100%	99%	102%	55,011	52,759	53,824	53,169	התחייבויות פיננסיות
11%	11%	10%	9%	5,673	5,873	5,280	4,680	נכסים פיננסים
94.3%	88.5%	86.0%	93.1%	49,338	46,886	46,886	48,489	התחייבויות פיננסיות נטו
12.1%	11.5%	15.9%	24.2%	6,329	6,113	8,692	12,602	הון חוזר (ללא זכאים והיתים)

- **רכוש שוטף:** ב- 30.9.06 הגידול ברכוש השוטף נבע מעליה בסעיף לקוחות.
- **רכוש קבוע:** תירידה בערך הרכוש הקבוע, נטו ב- 30.9.06 נבע מגניבת מסך במרץ 06'. לאור הגניבה רשמה החברה הפסד חון בחיקף של כ- 583 אלף ₪.
- **התחייבויות שוטפות:** הגידול בהתחייבויות שוטפות ב- 30.9.06 נבע מעליה באשראי לטי"ק מבנקים, שהיווה כ- 69.5% מהמאזן. בנוסף, לקחה החברה אשראי מחכשרת הישוב, חברת האם, שהווה כ- 8% מהמאזן.
- **התחייבויות לט"א:** הירידה בהתחייבויות לט"א ב- 30.9.06 נבעה מפרעון אשראי לבנקים לטחה ארוך.
- **הון עצמי:** לחברה מזה מספר שנים גרעון בהון העצמי, שנבע מהפסד צבור בחיקף של כ- 71 מליון ₪, הלוואה לרכישת מניות החברה בחיקף של כ- 3 מליון ₪ ומניות רדומות בחיקף של כ- 10 מליון ₪ לעומת הון בעלים של כ- 65 מליון ₪ בלבד.

תמצית דו"חות רווח והפסד (באלפי ₪):

2003	2004	2005	9/05	9/06	2003	2004	2005	9/05	9/06	
100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	68,465	71,126	67,706	52,288	52,249	סה"כ הכנסות
						4%	-5%		-0.1%	שיפור גידול
34.2%	37.1%	40.6%	41.4%	37.2%	23,441	26,367	27,505	21,673	19,440	רווח גולמי
-5.1%	3.2%	7.9%	8.9%	5.2%	(3,522)	2,277	5,334	4,629	2,709	רווח (הפסד) תפעולי
-17.3%	-2.5%	0.9%	1.7%	-1.0%	(11,823)	(1,780)	593	909	(543)	רווח נקי

- **הכנסות:** בתשעת החודשים של 06' לא חל שינוי בשורת ההכנסות. ראוי לציין כי ברבעון השלישי של 06' פרצה מלחמה בצפון שגרמה לקפאון בענף הפרסום בארץ, לירידה בשיעורי התפוסה של שלטי החוצות ולביצוע עסקאות במחירים נמוכים. בשנת 2005 חלה ירידה בשורת ההכנסות כתוצאה מהפסד על זכיון לפרסום בראשל"צ, שבו החזיקה החברה במשך 8 שנים. ההכנסות השנתיות של החברה מחזכיון הסתכמו בכ- 7.5 מליון ש"ח. אולם, בפועל חל קיטון בהכנסות בשנת 2005 בהיקף של כ- 3.4 מליון ש"ח, המשקף גידול ריאלי בהיקף של כ- 4.1 מליון ש"ח, כלומר, גידול של כ- 6%.
- **רווח גולמי:** בתשעת החודשים של 06' חלה שחיקה בשיעור הרווח הגולמי כתוצאה מביצוע עסקאות במחירים נמוכים ומעליה בשיעורי העמלות למשרדי הפרסום. בשנת 2005 חל שיפור בשיעור הרווח הגולמי כתוצאה מהתייעלות שנקטה רפיד ויזין.
- **רווח נקי:** בתשעת החודשים של 06' רשמה החברה הפסד נקי שנבע מהשחיקה בשיעורי הרווחיות הגולמי והתפעולי ובשל הפסד הון בסך 583 אלף ₪, שהיווה כ- 1% מהמחזור, בזין מסך שנגנב. בשנים 2003 ו- 2004 ספגה החברה הפסדים כתוצאה מהמשבר שחל בענף הפרסום בשנים אלו, דבר שבא לידי ביטוי בהקפאת תקציבי הפרסום בארץ.

ב.4.2 הערכת שווי –

חברת רפיד ויזין נסחרת במניות חשימור. מכיעמי שמרנות הנחנו כי שווי השוק שלה משקף את שוויה הכלכלי. הנהלת הכשרת חישוב לא הציפה ערך לרפיד ויזין על פני שוויה בספרים. שווי חשוק של רפיד ויזין הסתכם בכמליון ₪.

נספח ג' – נדל"ן

ג.1. כללי -

החברה פעלת בתחום היזמות והנכסים המניבים בארץ ובחו"ל. פעילות החברה במגזר הנדל"ן מחולקת לייזום בארץ ובחו"ל ולנדל"ן מניב בארץ ובחו"ל.

נדל"ן מניב:

לחברה פיזור רב של דיירים : 745, שמתוכם 595 בארץ, 40 בפולין ו- 110 בקנדה.

נכסים מניבים:

סוג נכס	שטח במ"ר	אחוז משטחי הקבוצה ליום 31.12.2005	הכנסות בשנת 2005 (באלפי ₪)	אחוז מההכנסות מנכסים מניבים בשנת 2005
תעשייה	133,549	46%	23,409	16%
משרדים	32,899	11%	27,774	19%
מסחר	27,349	9%	6,514	5%
מרכזי מסחר וקניונים	44,855	15%	82,537	58%
חניונים	17,043	6%	660	0%
מגורים	1,251	0%	108	0%
קרקע	32,344	11%	1,085	1%
מלון ברצליה	400	0%	1,082	1%
סה"כ	289,690	100%	143,169	100%

חשוב לציין כי קניון 7 הכובבים, שמהווה כ- 50% מפעילות הנדל"ן המניב בשליטת החברה (שיעור אחזקה של לפחות 50%). דירוג הבנק לקניון 7 הכוכבים הינו A.

פירוט שיעור החוזים שמסתיימים בנכסים חמניבים:

שנה	הכנסות משכ"ד (באלפי ₪)	שיעור החזים שמסתיימים בהשוואה לשנת 2006
2006	306722	
2007	298149	3%
2008	212176	31%
2009	180978	41%
2010	133474	56%
2011	82745	73%
2012	64492	79%
2013	46938	85%
2014	36571	88%
2015	24973	92%
2016	4566	99%

ייזום למגורים

החברה עוסקת בייזום וביצוע של פרוייקטי בתי מגורים. מרבית הפרויקטים מתבצעים ביוזום ופיתוח קרקעות שנרכשו על ידי החברה או חברות בנות שלה. החברה מתמקדת במרכז הארץ ובעיקר בגוש דן, המאופיינים באוכלוסייה חזקה מבחינה סוציו-אקונומית. החברה מבצעת את הפרויקטים באמצעות קבלני משנה.

לחברה מספר פרוייקטי ייזום בארץ ובחו"ל:

ייזום בארץ -

נכס	שטח (דונם)	שנת רכישה	היתרים וייעוד	חלק החברה	עלות בספרים נכון ל- 31.12.05
הרצליה-פאת ים	12	1988	תב"ע למלונאות בשטח של 7,000 מ"ר	50%	7,887
ירושלים (מתחם בר שיבר)	3.3	הסכם המאפשר קבלת בעלות בקרקע כפוף להתקיימות תנאים מתלים	בשלבי הכנת תב"ע לשימוש ייעוד למגורים	100%	727
הרצליה פיתוח	3.5	1964	תב"ע למגורים לבניית 4 יח"ד צמודות קרקע.	50%	1,739
ארזה - מוצא	54	1995	תב"ע ל- 218 יח"ד. היתר בניה לתברה ל- 109 יח"ד (חלק של התברה)	50%	47,399
נתניה - א.ת. דחפי	12	1995	תב"ע לתעשייה בהיקף זכויות של 120%	100%	15,119
אילת	10	1961 ו- 2005	אין אישורי תב"ע בשלב זה.	100%	3,214
	20.5	1958	תב"ע למגורים ל- 260 יח"ד	100%	54,601
מערב חדרה	14.5	1941	תב"ע למגורים לבניית 38 יחידות דיור צמודות קרקע במבנים דו משפחתיים	100%	3,614
מערב חדרה	44	1939, 1940, 1941, 1948	ייעוד ציבורי. אין תב"ע	100%	2,159
צפת	20	1969	ייעוד למלונאות ומגורים. תב"ע למגורים לבניית 150 יח"ד (בשלבי אישור בוועדת תכנון)	100%	1,232
צפת	3.9	1970	ייעוד למגורים, גלריות וכ'	100%	247
חיפה - חוף שמן	35	1956	ייעוד לתעשייה. אין תב"ע	100%	2,558
חיפה - רומנה	2.5	2004	תב"ע למגורים ל- 40 יח"ד. לפני אישור בוועדה מחוזית.	100%	2,990
חיפה - כרמל	150	1974	ייעוד ציבורי, ספורט וחקלאי. אין אישור תב"ע	100%	3,149
נופולה	7.5	1920	ייעוד חקלאי וייעוד מסחרי לפי תכנית אב. אין אישור תב"ע	100%	3
בני ברק	17.3	1973	מהווה נכס מניב. תב"ע למגורים (12,920 מ"ר) ותעסוקה (22,920 מ"ר). קיימים כיום מבנים מושכרים בשטח של כ- 13 אלף מ"ר.	100%	2,159

ייזום בחו"ל:

פרויקט	היתרים וייעוד	השקעה עד כה (באלפי ₪)	היקף הפרויקט הצפוי*	שיעור מימון בנקאי
פרויקט בניה למגורים בוורשה, פולין	התקבלו היתרי בניה ל- 25% משטח הקרקע.	81,800	840,000	75%
פרויקט בניה בגדנסק	אין היתרי בניה בשלב זה.	49,000	290,000	80%
פרויקט בבוקרשט	אין היתרי בניה בשלב זה.	70,000	896,000	טרם נקבע

* הערכת ההנהלה (תהוך טיוטת התשקיף).

ג.2. סביבה עסקית - ענף הנדל"ן:

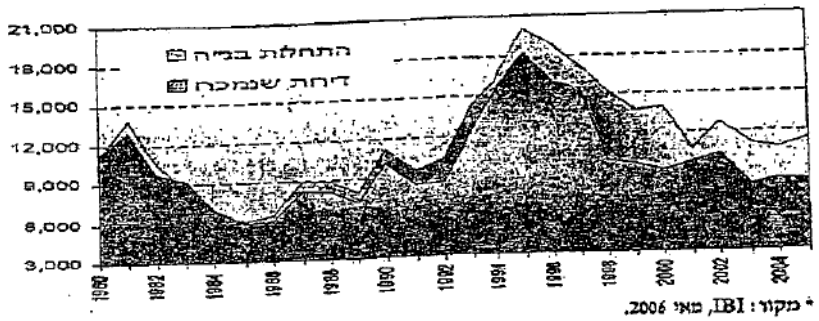
ענף הנדל"ן למגורים בארץ:

ענף הנדל"ן בארץ מאופיין במחזוריות עסקים והתאפיין בהאטה מהמחצית השניה של שנות ה- 90' ועד לשנת 2004. המיתון בענף הנדל"ן נבע ממספר גורמים, וביניהם המיתון במשק הישראלי, ירידה בהיקף העלייה מחבר העמים, אי יציבות בטחונית, מצוקת אשראי, מחסור בעובדים והאטה בהתחלות הבניה. בשנים 2003-2005 חלה התאוששות במשק הישראלי, בין השאר, לאור ירידה בריבית הריאלית במשק והרגיעה הבטחונית.

ענף הנדל"ן למגורים בארץ מושפע בעיקר מאינדיקטורים מאקרו כלכליים, כגון: המצב הכלכלי במשק, שיעור האבטלה ויכולת חקניה של התושבים, שנגזרת מהשכר הריאלי, מריבית המשכנתאות.

בדמה כלל ארצית החתאוששות בכלכלה הישראלית עדיין לא באה לידי ביטוי בענף הנדל"ן למגורים. בשנים 2005-2006 חלה התאוששות בדירות יוקרה ובפרויקטים נקודתיים באזורי ביקוש במרכז הארץ לאור ביקושים מצד תושבי חוץ וייתכן שאף ע"י תושבי ישראל למטרות השקעה. עם זאת, באזורי הפריפריה ההאטה בנדל"ן נמשכת, דבר הבולט בעיקר בגליל ובנגב, ובקרב אזורים מוטי אוכלוסיות חלשות, ונובע בעיקר לאור יכולת קניה נמוכה, שיעורי אבטלה גבוהים, בטחון תעסוקתי נמוך והגירה שלילית. ביטול המענקים לדיור לזכאים באפריל 03' וביטול המענקים לפי חוק הנגב ביולי 03' ובמסגרות אחרות בפריפריה, תרמו באופן ניכר לירידה בביקוש לדירות למגורים באזורים אלו ועקב כך לירידת מחירים. המלחמה בצפון החמירה מגמות אלו באזור הצפון ברבעון השלישי של 2006.

היקף התחלות הבניה בארץ נגזר מהביקושים כיום. כלומר, קבלנים מגדילים את היצע הדירות למגורים עפ"י רמת הביקוש הנוכחית, ועל כן בתקופות של מיתון והאטה קיים עודף היצע של דירות חדשות למגורים. בשנים 1995-1998 חלה ירידה של כ- 45.5% במספר הדירות החדשות למגורים שנמכרו בארץ ובמקביל הירידה בהתחלות הבניה היתה בשיעור של כ- 24% בלבד.



* מקור: IBI, מאי 2006.

כיום היקף התחלות הבניה נמוך ביחס לביקוש לאור הקיפאון שנמשך בענף. בחודשים ינואר-יולי נמכרו כ- 6,985 יחיד בממוצע לחודש לעומת התחלות בניה של כ- 2,030 יחיד בממוצע בחודש. ברבעון השלישי של 05' החלשות הדולר והשפעת המלחמה בצפון גרמו לירידה בקצב מכירת הדירות למגורים.

ענף הנדל"ן המניב בארץ:

התאטה בענף הנדל"ן המניב בארץ. תאטה זו באה לידי ביטוי בעיקר בעודפי היצע, בירידה בביקושים, בירידה בהשקעות מקומיות, בירידה במחירי השכירות וכן בירידת מחירי הנכסים. משנת 1995 חלה ירידה בהתחלות הבניה שלא למגורים לאור ירידה בשיעורי התפוסה של מבנים קיימים וירידת מחירי המכירה ומחירי השכירות. כמו כן, חלה בשנים האחרונות עליה במסי תארנונה ובמקביל היתה הפחתה ריאלית במחירי השכירות. בשנים 2004-2005 חל שיפור במצב הכלכלי במשק הישראלי, שבא לידי ביטוי בהתאוששות העסקים בישראל, ירידת שער חריבית, עליה בפדיונות מרכזי חמסחר ועליה בשיעורי התפוסה במשרדים והיי-טק בתייא והסביבה. ההתאוששות במשק הישראלי בשנים האחרונות והפריחה המחודשת בענף החיי-טק תרמו לעליה בביקוש לשטחי תעשייה ומסחר. להערכת מעלות, תאפשרות להקמת קרנות REIT החל משנת 2006 ותרמה להעלאת סלקטיביות של שווי הנכסים, בעיקר של מרכזי קניות ומבני משרדים באזורי ביקוש, וכן נכסים המתשכרים לממשלה ושוכרים בדירוג גבוה וכן תשפר ותגוון בטווח הבינוני את מקורות המימון העומדים לרשות ענף הנדל"ן המניב בארץ.

<u>ענף הנדל"ן שלא למגורים מתחלק ל- 3 תתי ענפים:</u>

ענף המשרדים – כולל מבנים חמשמשים בעיקר לענפי השירותים והמסחר, והינו בעל אפיון של מספר עובדים גבוה על בל יחידת שטח מנוצלת. הגורמים המשפיעים על ביקוש ושיעורי תפוסה למשרדים הינם איכות וגיל המבנה, חניה, תנאי השכירות, גובה השכירות, רמת שירותי האחזקה, גובה והמיסוי העירוני, סביבה עסקית כוללת וקרבה לגופי ענף ולמקורות כח אדם. חיקפי הפעילות בשוק המשרדים הגיעו לשיא בשנים 1998-2000 לאור הביקושים הגבוהים לשטחי משרדים עקב קצבי הצמיחה בענף האלקטרוניקה, התקשורת והחיי-טק בישראל. מימוש חלקי של תחזיות אלו גרר עודפי היצע בשוק המשרדים, ועקב כך נרשמה ירידה חדה במחירי השכירות ומעבר חברות מובילות ממבנים ישנים יחסית למבנים חדשים שנבנו ב- Tailor Made. בשנת 2005 נרשם גידול מתון בהתחלות הבניה למשרדים ולא חל שינוי משמעותי בדמי השכירות בנדל"ן למשרדים בארץ. עם זאת, חלה עליה בשיעורי התפוסה ובדמי השכירות החחדשיים בשיעור של כ- 10% באזורי ביקוש לאחר שחיקה של כ- 30%-20% במחירים מתחילת שנות ה- 2000 וירידה בשיעורי התפוסה מכ- 95%-90% לכ- 80% ו- 70% בשנת 2004. לאור חקיטון בשטחי התחלות בניה והגידול בשיעורי התפוסה, צפויה להימשך בטווח קצר חמגמה החיובית בנדל"ן המניב למשרדים.

ענף המלאכה והתעשייה – כולל חניות, אולמות תצוגה, מסעדות ומקומות ביטוי וכן מבני תעשייה לאחסון וייצור. הגורמים המשפיעים על ביקוש ושיעורי תפוסה בענף המלאכה והתעשייה הינם, בין השאר, פונקציונליות ויעולות בתכנון ובתצורת הבניה, גודל הנכס, מיקומו, דרכי גישה אליו וגובה מיסוי עירוני. בנדל"ן למלאכה ותעשיה נרשמה בתקופת המיתון במשק ירידה בהיקף הבניה כתוצאה מפשיטות רגל של עסקים רבים והעדר התאוששות בענף החיי-טק.

ענף המרכזים המסחריים – כולל מרכזי קניות, אופיין בתקופת המיתון במשק בירידה בביקושים, שתובילה לירידת מחירים וכן לירידה בשטח התחלות הבניה ובהיקפי החשקעה. הסיבות העיקריות לירידה בהיקפי הבניה חנן פשיטות רגל של עסקים רבים וחעדר התאוששות בענף הנדל"ן באותן שנים. מגמת הגידול בכמות הקניונים ומרכז המסחר חביאה לעודף היצע במשטחי מסחר, בעיקר באזור השרון, ראשון לציון וחיפה, ולהגברת התחרות.

ענף המרכזים המסחריים מושפע מתהליכים שונים, כגון: כניסת רשתות המזון והמושבים לתחום הנדל"ן. בשנים האחרונות התגברה המגמה של הקמת מרכזי סחר חוץ עירוניים זולים המתחרים בקניונים. בשנת 2005 חל שיפור בפדיון המרכזים המסחריים, דבר שגרר העלאת דמי השכירות לרמה של 30.8 $ למ"ר במרכזים מסחריים בת"א, להערכת הנהלת הכשרת היישוב.

ענף הנדל"ן למגורים בפולין:

ענף הנדל"ן בפולין מתאושש לאחר האטה שבה היה שרוי בשנת 2002, שנבעה מהמיתון ומחשפעה שלילית של מדיניות המס. בשנת 2005 שיעור הצמיחה בפולין היה כ- 4% והאינפלציה עמדה על כ- 2% לעומת אינפלציה של כ- 5.7% בשנת 2004.

הביקוש לדירות למגורים בפולין החל לגדול במחצית הראשונה של שנת 2004 עקב חשש מעליית מחירים שנבע מהערכות לעליה בביקוש למגורים. בנוסף, הזמינות למשכנתאות בתנאים נוחים לרכישת דירות עלתה. הנהלת הכשרת היישוב מעריכה המשך עליה בזמינות גם בעתיד כתוצאה מצפי להמשך ירידת הריבית על משכנתאות ולאור הארכת תקופת החתזר על המשכנתאות. עם זאת, מספר אישורי הבניה והתחלות הבניה נמצא בירידה מאז שנת 2000. ירידה זו נובעת, להערכת הנהלת הכשרת היישוב, מחוסר יעילות של המנהל הציבורי וקשיים פרוצדורליים.

ענף הנדל"ן ברומניה:

בשלהי שנות ה- 80' ובתחילת שנות ה- 90' עברה רומניה לכלכלת שוק חופשי לאור נפילת המשטר הקומוניסטי. במהלך השנים שלאחר מכן, תהליך השיקום הכלכלי ברומניה היה איטי, בין היתר, לאור אי יציבות פוליטית, שחיתות, מחסור גדול בתשתיות הנדרשות למשיכת משקיעים וחקיקה מיושנת. במהלך שנות ה- 90' הושלם הליך חקיקה שהסדיר מדיניות מוניטרית העולה בקנה אחד עם שוק חופשי, ליברליזציה, שערי חליפין, בעלות פרטית על רכוש וקרקע. התייצבות המערכת הפוליטית והרגולטוריות והמלחמה בשחיתות הפחיתו את רמת הסיכון ברומניה. כמו כן, רמת האיכות ברומניה חיתה ירודה ומדובר בשוק צרכני גדול. ברומניה יש כיום כ- 23 מליון תושבים ובבבוקרשט יש כ- 2.5 מליון תושבים. גורמים אלו עודדו משקיעים זרים, שבלטו מתחילת שנות ה- 2000. בנוסף, חברות בינלאומיות (כגון: IBM, Carfour, מיקרוסופט) פתחו סניפים ו/או חברות מקומיות ברומניה. חדירתן לשוק גרדה עליה בביקוש למשרדים איכותיים, לעובדים ולנותני שרות ותרמה להקטנת הגרעון התקציבי, לצמצום משמעותי של האינפלציה מרמה של כ- 18% לרמה של כ- 9%, ושיעור האבטלה, שמצוי כיום ברמה של כ- 5.9% ולייצוב הצמיחה השנתית, שעומדת כיום על כ- 6%. כלכלת רומניה מאופיינת במספר מגמות שתומכות בהמשך מגמת צמיחה מאקרו כלכלית והאצה בענף הנדל"ן: 1) גידול מתמשך בתל"ג. 2) שיעויים בחקיקה שהאפשר עמידה בסטנדרטים של האיחוד האירופי. 3) תהליכי הפרטה – עד לשנת 1990 הממשל המרכזי ברומניה היה אחראי לבניית מרבית מיזמי הנדל"ן ברומניה. לקראת סוף שנות ה- 90' החלה מגמת גידול במספר מיזמי הנדל"ן שנבנו ע"י הסקטור הפרטי ברומניה. 4) גידול בהשקעות החיצוניות. 5) רפורמות בשוק החון. 6) ירידה בשיעור האינפלציה וחיזוק המטבע המקומי.

ענף הנדל"ן המניב בקנדה:

קנדה, הנחשבת למדינה מערבית מפותחת, בעלת יציבות כלכלית ופוליטית, המונה כ- 31.5 מליון נפש, מדורגת בדירוג בינלאומי של AAA ע"י S&P. קנדה נמנית על חברות ב- G-7, קרי, מדינות תעשייתיות גדולות, המאופיינת כמדינה בעלת תשתית רחבה, בעלת אינפלציה נמוכה, שיער ריבית נמוך ותשתית עסקית מפותחת ומתקדמת. להערכת מעלות, הכלכלה הקנדית מצויה כיום בתקופת גאות הנובעת, בין היתר, מרזרבות הנפט והגז הטבעי הגדולות במערב קנדה ועליית מחירי הנפט. מנגד, לכלכלה הקנדית תלות גבוהה בכלכלת ארה"ב. ביקושי הנדל"ן בקנדה גבוהים וההיצע מוגבל, דבר שהביא לירידה בשיעורי התשואה על הנכסים המניבים בקנדה. חשוב לציין כי שוק הנדל"ן המניב בקנדה התאפיין

ביציבות לאורך שנים ושיעורי הפוסה גבוהים (כ- 95%). מגמות אלו מאפיינות את תחום חנדל"ן המסחרי, משרדים ותעשייתי. להערכת הנהלת הכשרת היישוב, מגמה זו צפויה להימשך בשנים חקרובות. להערכת מעלות, מגמה זו צפויה להימשך בטווח קצר. עם זאת, בטווח הבינוני והארוך, פוטנציאל המשך צמצום המרווחים ברמות המחירים הטכחיות בקנדה יחסית נמוך.

טורונטו, שבה מרבית נכסי הנדלין של החברה מצויים, מונה כ- 5.5 מליון נפש, ונהשבת לעיר הגדולה ביותר בקנדה, בה מצויים קשרי תחבורה ותרבות עם מרבית הערים הגדולות בצפון אמריקה.

מגזר / שיעור תשואה	קנדה (בממוצע)	טורונטו
נדלין למשרדים	8%	6.5%-7%

נדלין מסחרי:

מרכזים מסחריים	7%	6.25%-7%
קניונים אזוריים		6%-6.75%
מרכזים קהילתיים		6.75%-7.25%
מרכזים שכונתיים		7%-8%

* מקור: סקירה של מעלות, 2006.

ג.2. יעדים ואסטרטגיה:

הנהלת החברת מתעתדת להרחיב את פעילותה בחו"ל, קרי, בקנדה ובפולין במטרה להגדיל את פיזור נכסיה ולהקטין את התלות בשוק המקומי בארץ.

ג.3. שווי כלכלי:

הערכת השווי של מגזר חנדל"ן חולקה ל- 2 מגזרים: נדלין ויזום.

נכסים מניבים:

תרחיש /חנחות	שיעורי תשואה בנדל"ן מניב בארץ*	שיעור תשואה בנדל"ן מניב בחו"ל (קנדה ופולין)
תרחיש פסימי	8.9%	קנדת – יורוקנייט התערכה לפי מחיר עסקת המכירה. בנין 55 הוערך לפי השווי בספרים, מטעמי שמרנות. הנכסים של סקיילינן, הוערכו על-פי תשואה של כ- 8%, בדומה לתשואה המקובלת בקנדה. בנין בתי חמלון של סקיילינן הנחנו שווי בספרים. פולין – הנחנו תוספת של 0.5% מעל התשואה בתרחיש הריאלי, מטעמי שמרנות.
תרחיש ריאלי	8.4%	קנדה – יורוקנייט הוערכה לפי מחיר עסקת המכירה. בנין 55 הוערך לפי השווי בספרים, מטעמי שמרנות. הנכסים של סקיילינן, הוערכו על פי תשואה של כ- 7%, בדומה לתשואה המקובלת בטורונטו, שבה פעילות חליבה של החברה בקנדה. בנין בתי המלון של סקיילינן הנחנו שווי בספרים. פולין – הנכסים הוערכו עפ"י תשואה של 7.1%, כמקובל בנכסים לוגיסטיים.
תרחיש אופטימי (הערכות ההנהלה)	6.8%	קנדה – יורוקנייט הוערכה לפי מחיר עסקת המכירה. בנין 55 הוערך לפי השווי בספרים, מטעמי שמרנות. הנכסים של סקיילינן, המוחזקת ע"י החברה בשיעור של כ – 30% הוערכה ע"י שמאי של הכשרת היישוב. פולין – הנכסים הוערכו עפ"י תשואה של 12%, המשקפים הערכות שמרניות של הנהלת הכשרת היישוב.

* שיעורי ההשואה של הנכסים המניבים של החברה בארץ בתרחישים הפסימי והריאלי מחוות העדכות של שמאי חבנק, יגאל שגיא.

* קניון שבעת הכוכבים מהווה כ- 50% מהנכסים המניבים בארץ. לפי הערכה של יגאל שגיא, שמאי הבנק, שיעור התשואה בקניון הינו כ- 8.3%-8.2%. שאר הנכסים תוערכו בתשואות של כ- 9%-8.5%, ועל כן מתקבלת תשואה משוקללת של כ- 8.4% בגין כל הנכסים המניבים של החברה בארץ.

<u>ניזום בארץ:</u>

תרחיש פסימי: הערכת הנכסים בוצעה ע"י הנחות של שמאי הבנק, יגאל שגיא, בגין הנכסים שבגינם אישורי תב"ע. לגבי הנכסים שאין בגינם אישור תב"ע, הטענו שווי בספרים, מטעמי שמרנות. השווי הוערך על פי מחיר לדונם / ליחידת דיור X מספר יחידות חדיור שאושרו בתב"ע.

תרחיש ריאלי: הערכת הנכסים בוצעה ע"י הנחות של שמאי הבנק, יגאל שגיא, בגין כל הנכסים, כולל אותם נכסים שאין בגינם אישורי תב"ע. השווי הוערך על פי מחיר לדונם קרקע / ליחידת דיור X מספר יחידות הדיור שאושרו בתב"ע / חשטח שבבעלות החברה. בגין הנכסים שקיבלה החברה אישור תב"ע, הוספנו שווי יומי של כ- 20% באזורי ביקוש וכ- 10% בגין אזורי הפריפריה. הנחת חשווי היומי התבססה על שיחה שהתקיימה עם שמאי הבנק, יגאל שגיא.

תרחיש אופטימי: תרחיש זה משקף את הערכות הנהלת חכשרת היישוב.

<u>ניזום בתו"ל:</u>

לחברה 3 פרויקטים לניזום בתו"ל:

1) פרויקט וילנוב בורשה, שמתוכו אושרה לחברה תב"ע בשיעור של 25% בלבד.

2) פרויקט להקמת יחידות דיור בבוקרשט, שבגינו החברה טרם קיבלה אישורי תב"ע.

3) פרויקט להקמת יחידות דיור בגדנסק, שבגינו החברה טרם קיבלה אישורי תב"ע.

תרחיש פסימי: הנחנו כי החברה תכיר בתקבולים בגין הפרויקט החל משנת 2008, היות ושיטת ההכרה בהכנסות מתיבת עמידה ב- 2 תנאים מצטברים:

1) שיעור מכירות של כ- 50% מהיקף הפרויקט.

2) שיעור השלמת הפרויקט של 16%.

הערכנו במטעמי שמרנות כי עמידה ב- 2 תנאים מצרפיים אלו תהיה החל משנת 2008. הנחנו בפרויקט שיעור רווח לפני מס של כ- 20%.

תרחיש ריאלי: הנחות המודל זהות לתרחיש הפסימי, למעט שיעור הרווח לפני מס, שמחווה להערכתנו ממוצע בין התרחיש הפסימי והאופטימי, קרי כ- 25%.

תרחיש אופטימי: תרחיש זה משקף את הערכות הנהלת הכשרת היישוב. הנהלת חכשרת היישוב העריכה את הפרויקט בשנת מיצגת. החנחלה הניחה כי החברה לא תשלם מס לאור התפסדים הצבורים משנים קודמות. שיעור הרווח חנקי להערכת ההנהלח הינו כ- 29%.

פרויקט	מחיר מכירת ליח"ד	מס' יח"ד	מחיר מכירה לחניה**	מס' חניות	מחיר מכירת למ"ר משחרי	שטח משחרי
וילנוב, וורשה*	6,100 זלוטי	21,679	27,000 זלוטי	278	9,000 זלוטי	410.5
בוקרשט	966.39 יורו	40,000	6,000 יורו	375	---	---
גדנסק	8,000 זלוטי	24,000	35,000 זולטי	300	---	---

* נתוני היח"ד והחניות משקפים 25% מהפרויקט בלבד, שבגינו אושרת תב"ע בשלב זה.

** שטח חניה ליטנדרטי הינו כ- 30 מ"ר.

בתרחיש הפסימי הנחנו כי המחירים של היח"ד, תחניות והשטח המסחרי מבוססים על המחירים שלפיהם נמכרו היח"ד, החניות והשטח המסחרי עד כה.

בתרחיש הריאלי הנחנו ממוצע שבין המחירים בתרחיש הפסימי לתרחיש האופטימי.

בתרחיש האופטימי הנחנו מחירי מכירה ליח"ד, לחניונים ולשטח המסחרי כפי שמצוינים בטבלה לעיל.

נספח ד'– מלונאות

ד.1. כללי -

החברה פועלת בתחום המלונאות באמצעות "מלונות הכשרה בע"מ", חברת בת של הכשרת הישוב. בתחום המלונאות מספקת "מלונות הכשרה" בעיקר שירותי אירוח, הכוללים לינה בבתי המלון השונים של הרשת, שירותי מזון ומשקאות, שירותי ספא וכן עריכת אירועים שונים, כגון: כנסים, ימי עיון והשתלמות, חתונות, בריתות, שבתות חתן וכדומה. "מלונות הכשרה" מתפעלת 6 בתי מלון, מהם 4 בבעלות מלאה, אחד בבעלות חלקית (כשליש) ואחד בניהול.

<u>בתי המלון:</u>

מלון נפטון באילת – המלון ממוקם בטיילת הצפונית של אילת. המלון צמוד לחוף הים לשימוש תאורחים. המלון היה סגור במרבית שנת 2006 לרגל שיפוצים ונפתח מחדש באוקטובר 06' באופן חלקי (146 חדרים מתוך 278 חדרים) לתקופת הרצה, והחל מסוף נובמבר 06' נפתח באופן מלא (278 חדרים). על פי הערכות שמאי (האושער הנדסה אזרחית ושמאות מקרקעין) מיוני 05' עולה כי שווי חכלכלי של מלון נפטון באילת נאמד בהיקף של כ- 186.1 מליון ₪ (שווי לאחר השיפוץ).

מלון "גלי כנרת", טבריה – אחד מבתי המלון הוותיקים בארץ, ממוקם לחוף הכנרת, ובעל חוף פרטי לשימוש אורחי המלון בלבד. המלון חיט מלון ספא יוקרתי. במלון יש גם אולמות כנסים. שווי הנכס שהוערך על ידי שמאי חיצוני מ"האושער הנדסה אזרחית ושמאות מקרקעין" בנובמבר06', חינו כ- 80 מליון ₪. השמאי חנית רווח שנתי ממוצע של כ- 9.4 מליון ₪ בשנים 2007-2005 זרוות בניכוי דמי ניהול בהיקף של כ- 8.5 מליון ₪. שיעור ההיוון שהונח ע"י השמאי חינו כ- 10.5%.

מלון "רות רימונים, עמק – מלון הממוקם ברובע תאומנים בצפת, בנוי על עתיקות תאן תורכי. על פי הערכת שמאי (האושר הנדסה אזרחית ושמאות מקרקעין) מ- 28.11.06 חונת כי השווי הכלכלי של המלון הינו כ- 8.7 מליון $, ובחיד למימוש מהיר באילוץ נאמד בכ- 7.3 מ-$.

מלון רימונים חרמון, עוה אטיים – חמלון ממוקם בעוה אטיים, שלמרגלות הר החרמון.

מלון חמעיין, נצרת – חמלון ממוקם בלב נצרת, במרחק הליכה מכנסיית המעין וכנסיית הבשורה, שהינם אתרי עליה לרגל השובים לדת הנוצרית. במלון יש גם אולם כנסים וקומת עסקים.

מלון "אופטימה טאואר", רמת גן – פעילות המלונאות של "אופטימה טאואר" ברמת גן אינה בבעלות "מלונות הכשרה", אלא בניהולה בלבד.

שיעורי תפוסת של המלונות:	1-9/06	2005	2004	ממוצע
מלון רימונים, גלי כנרת	52%	56%	48%	52%
מלון רות רימונים	67%	63%	55%	62%
מלון רימונים, חרמון	48%	50%	40%	46%
מלון רימונים המעיין	18%	44%	36%	33%
מלון רימונים נפטון	68%	71%	חמלון נסגר לרגל שיפוצים ושדרוג	70%

ד.2. סביבה עסקית – ענף המלונאות:

ענף המלונאות בארץ מושפע במידה רבה מהתפתחויות בתחום הבטחוני-פוליטי. חסכסוך המתמשך עם חלק ממדינות ערב השכנות ועם הרשות הפלשתינית יוצרים לעיתים מציאות קשה , שגורמת לירידה דרסטית בהיקף תיירות החוץ ואף בתיירות פנים, דבר המשפיע לרעה על הכנסות מתחום המלונאות.

השפעת האירועים הביטחוניים חינה ארוכת טווח וממשיכה להיות ניכרת על אף היציבות הביטחונית בארץ. שיעורי התפוסה במלונות נופש מושפעים מהמצב הביטחוני במידה רבה יותר למלונות אחוים בארץ. כמו כן, עקף המלונאות מושפע מתנודתיות גבוהה בביקוש, מתאפיין בתחרות גבוהה בין נת המלון וחצימרים בארץ וכרוך בהשקעות הוניות גבוהות, וסובל מגמישות תפעולית נמוכה.

בשנים האחרונות התפתחה מגמה של התמחות של מלונות נופש ברמות שונות בנושאים ממוקדים או עבור קהל יעד ממוקד, כגון: מלונות בריאות וספא, מלונות "יחכל כלול". עד לשנת 2000 שיעור האורחים שבאו מחו"ל במלונות השונים, ובעיקר באילת, היה גבוה, ניתן לראות כי בשנים האחרונות גדל מאוד שיעור האורחים הישראלים בבתי המלון השונים. תיירות של ישראלים הביאה לשחיקת מחירי הלינות ולקיטון משמעותי בהכנסות הנקובות במט"ח, בעיקר בדולרים. עפ"י נתוני התאחדות המלונאים, בשנת 2005 נרשמה התאוששות בענף המלונאות, לאחר מספר שנים של ירידה בהיקפי התיירות לאור המיתון ותאינתיפאדה בארץ, כך שמספר הלינות היה קרוב למספר הלינות הכולל בשנת 2000. בשנת 2006 המשיכה מגמת ההתאוששות בענף התיירות עד לפרוץ מלחמת לבנון השניה ביולי 2006. עפ"י נתוני התאחדות המלונאים, מספר לינות בתשעת התודשים של 06' גדל בשיעור של כ- 3% לעומת התקופה המקבילה בשנת 2005, וזאת לאחר שבמחצית הראשונה של שנת 206 גדל שיעור הלינות בשיעור של כ- 13% בהשוואה לתקופה המקבילה בשנת 2005. שיעור הלינות בתשעת החודשים של 06' עדיין נמוך בכ 8% בהשוואה לשנת 2000, מועד תחילת החשבד בענף.

ד.2. דו"חות כספיים:

תמצית מאזנים (באלפי ₪):

	9/06	9/05	2005	2004	9/06	9/05	2005	2004
רכוש שוטף	35,054	45,935	36,817	19,963	14.1%	18.7%	15.8%	9.6%
מזה מזומנים ושווי מזומנים	8,385	9,599	9,705	1,551	3.4%	3.9%	4.2%	0.7%
השקעות לזמן ארוך	1,310	16,697	16,069	2,889	0.5%	6.8%	6.9%	1.4%
רכוש קבוע נטו	211,893	179,473	177,829	180,815	85.3%	73.1%	76.2%	86.9%
רכוש אחר	76	3,325	2,758	4,366	0.0%	1.4%	1.2%	2.1%
סה"כ נכסים	248,333	245,430	233,473	208,033	100%	100%	100%	100%
התחייבויות שוטפות	169,711	123,054	116,207	68,901	68.3%	50.1%	49.8%	33.1%
מזה אשראי מבנקים	140,359	97,461	91,356	45,492	56.5%	39.7%	39.1%	21.9%
התחייבויות לזמן ארוך	77,084	109,713	107,753	125,444	31.0%	44.7%	46.2%	60.3%
... התחייבויות לבנקים	35,557	54,735	51,956	73,308	14.3%	22.3%	22.3%	35.2%
... הלוואה מחברה האם	40,633	53,976	54,962	51,329	16.4%	22.0%	23.5%	24.7%
התחייבויות בשל סיום יחסי עובד-מעביד, נטו	894	1,002	835	807	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
הון עצמי	1,538	12,663	9,513	13,688	0.6%	5.2%	4.1%	6.6%
סה"כ התחייבויות והון עצמי	248,333	245,430	233,473	208,033	100%	100%	100%	100%
התחייבויות פיננסיות	226,274	211,659	203,729	175,114	91%	86%	87%	84%
נכסים פיננסיים	28,546	51,967	43,164	16,859	11%	21%	18%	8%
התחייבויות פיננסיות נטו	197,728	160,565	160,565	158,255	79.6%	65.4%	68.8%	76.1%
הון חוזר (ללא זכאים והיבים)	2,222	(2,685)	(2,639)	(1,037)	0.9%	-1.1%	-1.1%	-0.5%

רכוש שוטף: הירידה ברכוש השוטף ב- 30.9.06 נובעת בעיקר מקיטון במזומנים, פדיון פקדון בבנק. כמו כן, חלה ירידה בסעיף לקוחות כתוצאה מהמלחמה בצפון, שפגעה בתוצאותיה העסקיות של החברה. מנגד, קיבלה החברה פיצוי בהיקף של כ- 4.2 מליון ₪ בגין המלחמה בצפון.

רכוש קבוע: הגידול ברכוש קבוע ב- 30.9.06 נובע משיפוץ מלון נפטון, באילת.

התחייבויות שוטפות: הגידול בהתחייבויות השוטפות ב- 30.9.06 נובע בעיקר מקבלת חלוואה בנקאית לצורך מימון השיפוץ במלון נפטון באילת וכתוצאה ממיזון חלוואות מטווח ארוך לטווח קצר.

התחייבויות לטווח ארוך: הירידה בהתחייבויות לטווח ארוך ב- 30.9.06 נובעת ממיזון חלוואות מט"א לט"ק.

הון עצמי: הירידה בהון העצמי מ- 4.1% מהמאזן ב- 31.12.05 ל- 0.6% מהמאזן ב- 30.9.06 נובעת מהפסד נקי שספגה החברה בתשעת החודשים של 06'. מתוך המאזנים עולה כי האיתנות הפיננסית של "מלונות הכשרה" נמוכה מאוד, ועל כן תמיכת חברת האם, "הכשרת תיישוב בישראל בע"מ", בחברה באמצעות הלוואות וערבויות חיונית ל"מלונות הכשרה".

דו"חות רווח והפסד (באלפי ₪):

2003	2004	2005	9/05	9/06	2003	2004	2005	9/05	9/06	
100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	58,599	77,958	90,229	68,505	45,814	סה"כ הכנסות
						33%	16%		-33%	שיעור גידול
-87.3%	-78.5%	-68.8%	-68.4%	-59.6%	(51,181)	(61,221)	(62,047)	(46,854)	(27,307)	סה"כ עלות המכר
12.7%	21.5%	31.2%	31.6%	40.4%	7,418	16,737	28,182	21,651	18,507	רווח גולמי
-1.2%	-1.3%	-0.7%	-0.8%	-1.4%	(684)	(996)	(612)	(559)	(660)	הוצאות מכירה ושיווק
-18.0%	-13.5%	-11.8%	-11.5%	-13.4%	(10,527)	(10,533)	(10,618)	(7,912)	(6,126)	הוצאות פחת
-15.1%	-12.2%	-11.7%	-11.1%	-14.2%	(8,842)	(9,510)	(10,514)	(7,572)	(6,499)	הוצאות הנח"כ
-21.6%	-5.5%	7.1%	8.2%	11.4%	(12,635)	(4,302)	6,438	5,608	5,222	רווח (הפסד) תפעולי
-20.6%	-16.9%	-17.1%	-16.5%	-17.7%	(12,053)	(13,182)	(15,444)	(11,319)	(8,120)	הוצאות מימון
-32.3%	-0.1%	5.4%	6.8%	-11.1%	(18,930)	(74)	4,831	4,686	(5,077)	הכנסות (הוצאות) אחרות, נטו
-74.4%	-22.5%	-4.6%	-1.5%	-17.4%	(43,618)	(17,558)	(4,175)	(1,025)	(7,975)	רווח (הפסד) לפני מס
6.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	(2,689)	0	0	0	0	מס
-79.0%	-22.5%	-4.6%	-1.5%	-17.4%	(46,307)	(17,558)	(4,175)	(1,025)	(7,975)	רווח (הפסד) נטו
		0.14611			20,672	13,550	13,183	9,641	6,240	פחת והתפתות
					35%	17%	15%	14%	14%	אחוז מהמחזור
13.7%	11.9%	21.7%	22.3%	25.0%	8,037	9,248	19,621	15,249	11,462	EBITDA

הכנסות: הירידה בהכנסות בתשעת החודשים של 06' נובעת מ- 2 סיבות: 1) מלון נפטון, שבשנת 2005 הינוה כ- 40% מהמחזור, היה סגור לרגל שיפוצים. 2) בשליש מהרבעון השלישי של 06' 4 מלונות של החברה בצפון הארץ היו סגורים לאור המלחמה בצפון. ההשפעה השלילית של המלחמה נוטרלה כתוצאה מהפיצוי שקיבלה מהממשלה בהיקף של כ- 6.1 מליון ₪. בנטרול הפיצוי הממשלתי הירידה בהכנסות בתשעת החודשים של 06' היתה בשיעור של כ- 43%. חשוב לציין כי ההכנסות מהשכרת נכסים היוו חלק זניח מהתוצאותיה העסקיות של "מלונות הכשרה" (כ- 6% מהמחזור בתשעת החודשים של 06').

רווח גולמי: על אף הירידה החדה בהכנסות, חל שיפור חד בשיעור הרווח הגולמי בתשעת החודשים של 06'. השיפור נובע מסגירת 4 בתי מלון בצפון עקב המלחמה ובסגירת מלון נפטון לצרכי שיפוץ.

רווח תפעולי: ההפסד התפעולי שספגה החברה בשנים 2003 ו- 2004 נובע בעיקר מהתמיתון וההאטה במשק הישראלי ומהאינתיפאדה, שפגעו בענף התיירות בשנים אלו.

רווח נקי: חל גידול בהפסד הנקי בתשעת החודשים של 06' נובע בעיקר מהפסד הון ממימוש ונטישת רנוש קבוע.

תזרימי מזומנים (באלפי ₪):

	9/06	9/05	2005	2004	2003
תזרים מפעילות שוטפת	5,656	6,133	8,173	(2,069)	(6,034)
מזה תזרים גולמי	5,009	7,765	9,172	(276)	(12,762)
מזה שינויים בחוץ חוזר	647	(1,632)	(999)	(1,793)	6,728
תזרים מפעילות השקעה ברכוש קבוע	(44,123)	(2,467)	(3,529)	(3,241)	(3,056)
מזה רכישת חברה / תמורה ממכירת חברה	0	0	0	2,394	14,051
תזרים מפעילות מימון	37,147	4,382	3,510	3,396	(4,964)
מזה הנפקת מניות	0	0	0	0	1
עלייה (ירידה) במזומנים ושווי מזומנים	(1,320)	8,154	8,154	(1,914)	(14,054)

תזרים מפעילות שוטפת: הירידה בתזרים המזומנים מפעילות שוטפת נובעת בעיקר מהקיטון ברווח הנקי בתשעת החודשים של 06' בשנים 2003 ו- 2004 תזרימי המזומנים מפעילות שוטפת היו שליליים כתוצאה מהתמיתון והאינתיפאדה שפגעו בתוצאותיה העסקיות של החברה.

תזרים מהשקעה ברכוש קבוע: הקיטון חחד בתזרים המזומנים מהשקעה ברכוש קבוע נובע בעיקר משיפוץ מלון נפטון באילת.

תזרים מהשקעה מפעילות מימון: הגידול בתזרים מפעילות מימון נובע מקבלת אשראי בנקאי ע"ס כ- 42 מליון ₪ ששימשו לצורך מימון שיפוץ מלון נפטון באילת.

3.1 הערכת שווי –

השווי בספרים של מלונות הכשרת ב- 30.9.06 הסתכם בכ- 183 מליון ₪. מטעמי שמרנות הנחנו כי השווי הכלכלי זהה לשווי בספרים. הנהלת הכשרת חיישוב העריכה את הכשרת מלונות לפי שיטת מכפיל הרווח. לחערכה מכפיל הרווח הינו 9.

נספח ה'– ניתוח דו"חות כספיים של הכשרת היישוב (דו"חות מאוחדים)

מאזנים מאוחדים (באלפי שח):

	30.9.05	30.9.05	31.12.05	31.12.04	30.9.05	30.9.05	31.12.04	31.12.05
רכוש שוטף :								
מזומנים ושווי מזומנים	331,464	354,658	442,869	434,949	5%	6%	7%	7%
השקעות לזמן קצר	107,185	117,987	93,507	67,188	2%	2%	1%	1%
לקוחות	203,553	214,708	190,357	215,921	3%	3%	3%	3%
פרמיות ביטוח לגביה ויתרות סוכנים	-	-	-	124,473	0%	0%	0%	2%
חייבים ויתרות חובה	97,759	69,630	64,621	101,266	2%	1%	1%	2%
הלוואות לזמן קצר	581	16,959	20,774	1,471	0%	0%	0%	0%
חברות ביטוח ותווכני ביטוח	-	-	-	12,750	0%	0%	0%	0%
מלאי בניינים למכירה	139,220	8,536	9,169	13,576	2%	0%	0%	0%
בלאי	62,765	79,726	71,327	68,703	1%	1%	1%	1%
סה"כ רכוש שוטף	942,527	862,204	892,624	1,040,297	15%	14%	14%	18%
מקרקעין	186,275	183,523	185,604	183,396	3%	3%	3%	3%
השקעות והלוואות ויתרות חובה לז"א :								0%
הלוואות ויתרות חובה לז"א	38,924	57,621	52,521	25,924	1%	1%	1%	0%
השקעות של חברות ביטוח	-	-	-	2,491,098	0%			43%
חלק מבטחי משנה בעתודות ביטוח ובתביעות	-	-	-	387,037	0%			7%
חברות מוחזקות וחברות אחרות	39,651	33,178	34,425	47,074	1%	1%	1%	1%
סה"כ הלוואות ויתרות חובה לז"א	78,575	90,799	86,946	2,951,133	1%	1%	1%	50%
רכוש קבוע, נטו	1,411,364	1,423,275	2,407,378	1,376,807	23%	23%	22%	24%
רכוש אחר	52,584	80,952	79,377	306,153	1%	1%	1%	5%
נכסים המיוחסים לפעילות מופסקת	3,577,250	3,591,014	3,665,280	-	57%	58%	58%	0%
סה"כ נכסים	6,248,575	6,231,767	6,317,209	5,857,786	100%	100%	100%	100%
התחייבויות שוטפות :								0%
אשראי מתאגידים בנקאיים ונותני אשראי אחרים	674,725	656,128	643,559	630,316	11%	11%	10%	11%
חלויות שוטפות של אג"ח להמרה	-	7,304	7,361	19,986	0%	0%	0%	0%
חלויות שוטפות של אג"ח	114,079	60,309	114,154	75,476	2%	1%	2%	1%
התחייבויות לספקים ולנותני שירותים	105,486	103,228	97,248	144,982	2%	2%	2%	2%
מקדמות מלקוחות בניכוי עלויות בניה	-	3,179	2,408	2,942	0%	0%	0%	0%
חברות ביטוח ותווכני ביטוח	-	-	-	133,806	0%	0%	0%	2%
זכאים ויתרות זכות	176,687	126,687	119,732	222,488	3%	2%	2%	4%
דיבידנד לשלם	-	5,740	-	-	0%	0%	0%	0%
סה"כ התחייבויות שוטפות	1,070,977	962,575	984,462	1,229,996	17%	15%	16%	21%
התחייבויות לזמן ארוך :								0%
מכנסות מראש	2,661	2,556	4,032	3,122	0%	0%	0%	0%
אגרות חוב להמרה	-	-	-	46,002				1%
אגרות חוב	561,264	484,969	438,605	587,600	9%	8%	7%	10%
התחייבויות לתאגידים בנקאיים ונותני אשראי אחרים	684,413	693,905	775,890	698,637	11%	11%	12%	12%
מסים נדחים	-	13,711	6,127	55,657	0%	0%	0%	1%
התחייבויות בשל סיום יחסי עובד מעביד	37,091	32,620	32,261	34,385	1%	1%	1%	1%
סה"כ התחייבויות לזמן ארוך	1,285,429	1,227,761	1,256,915	1,425,403	21%	20%	20%	24%
אחדות ביטוח והביעות תלויות של חברות ביטוח	-	-	-	2,645,170				45%
התחייבויות המיוחסות לפעילות מופסקת	3,529,412	3,558,608	3,638,754	-	56%	57%	58%	0%
זכויות המיעוט	112,325	146,266	139,789	194,286	2%	2%	2%	3%
תקבולים מהנפקת כתבי אופציה בחברות מאוחדות	-	2,489	2,489	8,567	0%	0%	0%	0%
הון עצמי	250,432	334,068	294,800	354,364	4%	5%	5%	6%
סה"כ התחייבויות והון עצמי	6,248,575	6,231,767	6,317,209	5,857,786	100%	100%	100%	100%
התחייבויות פיננסיות	2,034,481	1,902,615	1,979,569	2,058,017	33%	31%	31%	35%
התחייבויות פיננסיות נטו	1,595,832	1,429,970	1,443,193	1,555,880	26%	23%	23%	27%

רכוש שוטף: הגידול ברכוש השוטף ב- 30.9.06 נבע בעיקר מעליה במלאי בניינים למכירה. עליה זו נובעת בעיקר בשל איחוד לראשונה של חברת הבת בפולין, Mill-Yon, ורכישת קרקע בשטח של 53 דונם ברומניה. מנגד, חלה ירידה בנכסים כתוצאה מהחפסד הנקי שהפגה החברה בתשעת החודשים של 06' ומעליה בהון החוזר.

רכוש קבוע: הנכסים המיוחסים לפעילות מופסקת מהווים רכוש קבוע של חברת "הכשרה ביטוח", שנמכרה ב- 26.10.06 לחברת "אלעזרא החזקות בעיימ".

התחייבויות שוטפות: הגידול בהתחייבויות השוטפות ב- 30.9.06 נבע בעיקר מעליה באשראי מתאגידים בנקאיים ומעליה ביתרת זכאים ויתרות זכות.

התחייבויות לט"א: ההתחייבויות לט"א עלו ב- 30.9.06 כתוצאה מהנפקת אג"ח (סדרה 11), שהסתכמו בכ- 561 מלירון ₪ ומנגד חל קיטון בחוב לבנקים לט"א בהיקף שלכ- 91 מלירון ₪.

הון עצמי: הירידה בהון העצמי ב- 30.9.06 נבעת מהחפסד שהפגה החברה בתשעת החודשים של 06'.

דו"חות רווח והפסד מאוחדים (באלפי ₪):

2003	2004	2005	1-9/05	1-9/06	2003	2004	2005	1-9/05	1-9/06	הכנסות
8%	7%	8%	15%	19%	139,753	132,978	143,014	100,664	127,467	מהשכרת נכסים
						-5%	8%		27%	שיעור גידול
0.4%	2%	2%	4%	1%	7,239	28,272	27,379	27,398	7,818	ממכירת מקרקעין
						291%	-3%		-71%	שיעור גידול
5%	4%	2%	3%	1%	80,341	81,894	43,834	22,749	8,476	מעסקות בניה
						2%	-46%		-63%	שיעור גידול
35%	32%	33%	66%	68%	583,845	606,412	580,178	433,528	449,535	מעסקי תקשורת
						4%	-4%		4%	שיעור גידול
4%	4%	5%	10%	7%	58,699	77,958	90,029	68,505	45,684	מהפעלת בתי מלון
						33%	15%		-33%	שיעור גידול
48%	45%	50%	0%	0%	792,972	838,731	875,738	0	0	מעסקי ביטוח
						6%	4%			שיעור גידול
0%	6%	0%	0%	3%	0	111,595	3,255	3,248	18,863	רווח הון והכנסות אחרות
						100%	-97%		481%	שיעור גידול
100%	100%	100%	100%	100%	1,662,749	1,877,840	1,763,427	656,092	657,823	סה"כ הכנסות
						13%	-6%		0.3%	שיעור גידול
										עלויות והוצאות
5%	4%	5%	10%	12%	80,133	81,795	92,940	63,419	76,772	אחזקת נכסים להשכרה
0%	1%	1%	1%	0%	5,055	12,584	9,654	8,411	1,371	מקרקעין שנמכרו
4%	4%	2%	2%	1%	63,167	70,767	35,213	12,875	7,898	עסקות בניה
36%	33%	33%	56%	70%	603,857	628,230	587,528	436,000	462,518	עסקי תקשורת
4%	4%	5%	9%	6%	67,835	79,313	81,217	61,122	38,759	הפעלת בתי מלון
45%	42%	48%	0%	0%	746,520	789,016	845,502	0	0	עסקי ביטוח
8%	7%	8%	11%	19%	140,426	125,877	135,798	73,788	122,816	מימון
2%	2%	2%	3%	4%	38,459	33,674	31,254	22,342	28,784	הנהלה כלליות ואחרות
1%	0%	0%	0%	0%	22,089	0	0	0	0	הפסד הון והוצאות אחרות
106%	97%	103%	103%	112%	1,767,541	1,821,256	1,819,106	677,957	738,918	סה"כ עלויות והוצאות
-6%	3%	-3%	-3%	-12%	(104,792)	56,584	(55,679)	(21,865)	(81,095)	רווח (הפסד) לפני מס
-2%	-2%	0%	0%	-1%	(27,212)	(36,124)	(6,870)	1,480	(7,373)	מסים על ההכנסה
-8%	1%	-4%	-3%	-13%	(132,004)	20,460	(62,549)	(20,385)	(88,468)	רווח (הפסד) לאחר מס
0%	1%	0%	-1%	0%	(832)	9,867	(6,133)	(5,083)	(525)	חלק החברה ברווחי (הפסדי) חברות כלולות
1%	-1%	0%	1%	3%	21,745	(19,625)	7,983	4,029	21,810	חלק החברה ברווחי (הפסדי) חברות מאוחדות
-7%	1%	-3%	-3%	-10%	(111,091)	10,692	(60,699)	(21,439)	(67,183)	הפסד מפעולות נמשכות
-1%	0%	0%	0%	3%	(16,270)	0	0	15	22,425	רווח הפסד מפעילות מופסקת
-8%	1%	-3%	-3%	-7%	(127,361)	10,692	(60,699)	(21,424)	(44,758)	רווח נקי
6%	5%	6%	11%	12%	99,023	98,026	102,266	73,187	77,825	פחת והפחתות
8%	9%	10%	19%	15%	134,657	168,892	179,130	121,862	100,683	EBITDA

הכנסות: בתשעת החודשים של 06' לא חל שינוי בהכנסות. מתוך בחינת מגזרי הפעילות עולה כי חלה ירידה בהכנסות בתחום המלונאות כתוצאה מהמלחמה בצפון ולאור שיפוץ מלון נפטון באילת, שהיווה כ- 40% מהכנסות המגזר בתקופה המקבילה אשתקד. מנגד, חלה עליה בהכנסות במגזר התקשורת ומהשכרת נכסים. העליה בהכנסות מהשכרת נכסים נובעת מהכללת הכנסות בגין מרכזים לוגיסטיים בפולין בהיקף של כ- 19 מליון ₪, בעוד שבתקופה המקבילה אשתקד נכללו רק הרווחים מהמרכזים חלוגיסטיים היות ושיעור האחזקה בהם היה נמוך מ- 50%. הגידול בהכנסות מעסקי התקשורת נובע בעיקר מאיחוד רייטינג , שאוחדה לראשונה החל מהרבעון הרביעי של שנת 2005. כמו כן, חלה עליה בהכנסות מעבודות דפוס. בנטרול הכנסות מרייטינג עולה כי חלה ירידה קטנה בהכנסות מפרסום עקב האטה כללית בענף בתקופת המלחמה בצפון. עם זאת, תוצאות מעריב בנטרול השפעת המלחמה היו טובות יותר בהשוואה לתקופה המקבילה, עקב עיתוי החגים. העליה ברווחי התון נובעת בעיקר ממימוש חלקה של החברה בנכס בהרצליה.

רווח (הפסד) נקי: ההפסדים שספגה החברה בתשעת החודשים של 06' ובשנת 2005 נובעים בעיקר מהפסדים לאורך זמן בעסקי התקשורת והמלונאות ומעליה בהוצאות המימון.

EBITDA: ה- EBITDA חושבה ע"י הרווח התפעולי + פחת בניכוי רווחי הון והכנסות אחרות.

תזרימי מזומנים מאוחדים (באלפי ₪):

	1-9/06	1-9/05	2005	2004	2003
תזרים תפעולי	20,792	55,465	44,569	9,059	(22,321)
שינויים בהון חוזר	(93,743)	(37,813)	(13,910)	42,668	(21,982)
תזרים מפעילות שוטפת נמשכת	(72,951)	17,652	30,659	51,727	(44,303)
תזרים מפעילות שוטפת מופסקת	(10,991)	(38,916)	(53,696)	165,280	(182,003)
סה"כ תזרים מפעילות שוטפת	(83,942)	(21,264)	(23,035)	217,007	(226,306)
תזרים מפעילות חשקעה נמשכת	(105,670)	(128,284)	(122,443)	320,565	(84,871)
מזה תזרים מפעילות השקעה נמשכת ברכוש קבוע	(80,606)	(25,426)	(34,056)	(7,034)	(83,496)
תזרים מפעילות השקעה מופסקת	88,471	32,982	57,202	(138,735)	193,973
סה"כ תזרים מפעילות השקעה	(17,199)	(120,718)	(99,297)	174,796	25,606
תזרים מפעילות מימון נמשכת	67,809	30,186	99,545	(141,867)	165,206
תזרים מפעילות מימון מופסקת	(39,298)	12,183	28,817	(27,118)	(65,707)
סה"כ תזרים מפעילות מימון	28,511	42,369	128,362	(169,005)	99,499

תזרים מזומנים מפעילות שוטפת: בשנים האחרונות ובעיקר בתשעת החודשים של 06' נראה כי חשנה ירידה בתזרים המזומנים מפעילות שוטפת. ירידה זו נובעת בעיקר מהפסד נקי שהחברה ספגה בתשעת החודשים של 06' ובשנת 2005.

תזרים מזומנים מפעילות השקעה: בשנת 2004 חלה ירידה חדה בתזרים מפעילות השקעה. ירידת זו נובעת בעיקר מפעילות מופסקת, קרי, פעילות תבניות.

תזרים המזומנים מפעילות מימון: תגידול תחד בתזרים המזומנים מפעילות מימון בשנת 2004 נבע בעיקר מקבלת אשראי מבנקים, מרווחי הון בהשקעות בני"ע ומהשקעות בפיקדונות בנקאיים.

נספח ו'– הערכת שווי

1.1. הנחות הבסיס להערכת השווי:

שיטת הערכת השווי: הערכת השווי בוצעה על פי שיטת NAV. כלומר, הערכנו את הפעילויות שמרניתן אינן סחירות, קרי, היזום והנדל"ן המניב, באמצעות שיטת ה- NAV. לגבי הפעילויות הסחירות, קרי, המלונאות והתקשורת הנחנו כי שווי השוק משקף את שווין הכלכלי של הפעילויות. *פירוט של הערכת השווי במגזר הנדל"ן – ראה נספח ג.3.*

2.1. אינדיקציה להערכת השווי:

תרחיש פסימי (רגישות):

פעילות	% אחזקה	הערכה	שווי בספרים (חלקה של החברה	שווי (באלפי ₪)	חלקה של החברה	שווי עודף
תקשורת:						
מערב	61.7%	שווי שוק	283,674	509,100	314,318	31,485
רפיד ויז'ן	83.1%	שווי שוק		1,012	840	
נדל"ן:						
נכסים מניבים (ישראל, קנדה ופולין) + שווי שוק של אופסימה (מרכיב הנדל"ן המניב למשרדים)		שווי כלכלי	838,835	1,092,122	943,446	104,611
יזום:	78%	שווי כלכלי	57,417	314,977	293,927	236,510
מלונות:						
מלונות הכשרת הישוב בע"מ + שווי שוק של אופסימה במלונאות	88.2%	שווי בספרים	183,301	183,301	183,301	0
אופסימה (נדל"ן+מלונות)	90%	שווי שוק	69,601	57,134	51,135	-18,467

תרחיש פסימי (רגישות)	באלפי ₪
הון עצמי	250,432
זיי הון בגין מימוש מניות שרפ"ק	3,737
רווח הון בגין מימוש נכסי הביטוח	26,000
פיצוי בגין יציאה מהסכם עם צד ג' בגין פרויקט בפולין	6,000
תוספת שווי - תקשורת	31,485
תוספת שווי של נכסי הנדל"ן המניבים	104,611
תוספת שווי של היזום	236,510
תוספת שווי של המלונות	0
תוספת שווי של אופסימה	-18,467
סה"כ תוספות לשווי	389,876
סה"כ שווי כלכלי	640,308

תרחיש ריאלי (הערכות המסה העסקי):

פעילות	% אחזקה	הערכה	שווי בספרים	שווי (באלפי ₪)	חלקה של החברה	שווי עודף
תקשורת:						
מעריב	61.7%	שווי שוק	283,674	636,375	392,898	110,064
רפיד וידן	83.1%	שווי שוק		1,012	840	
נדל"ן:						
נכסים מניבים (ישראל, קנדה ופולין)		שווי כלכלי	838,543	1,473,992	1,006,428	167,885
ייזום:	79%	שווי כלכלי	57,417	328,664	311,964	254,547
מלונות:						
מלונות הכשרת היישוב בע"מ	88.2%	שווי בספרים	183,301	183,301	183,301	0
אופטימה (נדל"ן+מלונות)	90%	שווי שוק	69,990	57,134	51,421	-18,570

תרחיש ריאלי (הערכת המסה העסקי)	באלפי ₪
הון עצמי	250,432
רווחי הון בגין מימוש מניות שרפ"ק	3,737
רווח הון בגין מימוש נכסי הביטוח	26,000
פיצוי בגין יציאה מהסכם עם צד ג' בגין פרויקט כפולין	6,000
תוספת שווי - תקשורת	110,064
תוספת שווי של נכסי הנדל"ן המניבים	167,885
תוספת שווי של הייזום	254,547
תוספת שווי של המלונות	0
תוספת שווי של אופטימה	-18,570
סה"כ תוספות לשווי	549,663
סה"כ שווי כלכלי	800,095

תרחיש אופטימי (הערכות הנהלת הכשרת היישוב):

פעילות	% אחזקה	הערכה	שווי בספרים	שווי (באלפי ₪)	חלקה של החברה	שווי עודף
תקשורת:						
מעריב	61.7%	שווי כלכלי	283,674	1,189,160	734,187	451,354
רפיד וידן	83.1%	שווי שוק		1,012	840	
בדל"ן:						
נכסים מניבים (ישראל, קנדה ופולין)		שווי כלכלי	864,835	1,357,815	1,222,482	357,647
ביטוח:	92%	שווי כלכלי	57,417	985,807	847,807	790,390
מלונות:						
מלונות הכשרת היישוב בע"מ	88.2%	שווי שוק		36,485	32,180	
אופטימה (נדל"ן+מלונות)	90%		77,112	120,111	108,100	30,988
מלוואות:						
מלון נפסון בע"מ		שווי כלכלי		213,255		
חברה לפיתוח טבריה בע"מ		שווי כלכלי		89,459		
מלון רימונים, צפת		שווי כלכלי		32,532		
הכשרת היישוב מוסדות (טוה אסיב)		שווי כלכלי		6,506		
מלונות פצרת החדשים (המעיין)	33%			12,741		
סה"כ שווי המלונות, נטו	90%		183,301	354,493	319,044	135,743

תרחיש אופטימי (הערכות ההנהלה):	
הון עצמי	250,432
רווחי הון בגין מימוש מניות שרפ"ק	3,737
רווח הון בגין מימוש נכסי הביטוח	26,000
פיצוי בגין יציאה מהסכם עם צד ג' בגין פרויקט בפולין	6,000
תוספת שווי - תקשורת	451,354
תוספת שווי - אופטימה	30,988
תוספת שווי של נכסי המל"ן המניבים	357,647
תוספת שווי של הביטוח	790,390
תוספת שווי של המלונות	135,743
סה"כ תוספות לשווי	1,801,855
סה"כ שווי כלכלי	2,052,290