

חוות דעת פלאזה סנטרס

סלע קולקר
בייקר טילי פיננסים

14 בנובמבר 2013

תוכן העניינים

4	פרק 1: תקציר מנהלים
4	1.1 רקע
5	1.2 סקירת התזרים הצפוי
5	1.3 שווי NAV צפוי
6	1.4 התשלום לבעלי אגרות החוב
7	1.5 חלופת הפירוק
8	פרק 2: תאור החברה
8	2.1 כללי
9	2.2 הרקע למצוקה התזרימית
11	2.3 מטרת חוות דעת זו
11	2.4 מקורות מידע
12	פרק 3: מצבת נכסים והתחייבויות
12	3.1 נכסים
15	3.2 התחייבויות
17	3.3 תמצית דוחות כספיים
19	פרק 4: תיאור הצעת החברה
20	פרק 5: סקירת התזרים הצפוי
20	5.1 תחזית תזרים המזומנים עפ"י החברה
21	5.2 מקורות
23	5.3 שימושים
25	5.4 סיכום התזרים
26	5.5 שווי NAV צפוי
27	פרק 6: התשלום לבעלי אגרות החוב
27	6.1 דחיית החוב ופיצוי בריבית
28	6.2 מנגנון הקדמה
29	6.3 התזרים החדש לבעלי אגרות החוב
32	6.4 שווי התזרים
35	פרק 7: חלופת הפירוק
36	פרק 8: פרטי השכלתי וניסיוני

1.2 סקירת התזרים הצפוי

בחוות דעת זו התבססתי על תחזית תזרים המזומנים של פלאזה לשנים 2013 עד 2018, אשר הוכנה על ידי הנהלת החברה ואושרה על ידי אורגניה. בחנתי את סבירותה והיתכנותה של תחזית ההנהלה כפי שהוצגה לי, את ההנחות שביסודה, את התאמת התוכנית לנתונים המופיעים בהערכות השמאי שבוצעו על ידי JLL ואת התוכניות העסקיות עליהן היא מתבססת. ביצעתי מספר התאמות לתחזית החברה, במקומות שהיה ראוי לבצע תיקונים כאמור. על פי התחזית, יתרת המזומנים בסוף 2017 צפויה להסתכם בכ-56 מיליון יורו, ובמחצית 2018 צפויה להסתכם בכ-282 מיליון יורו.

סיכום תזרים מזומנים צפוי לאחר התאמות 2013 - 2018 מיליוני יורו

1H-18	2H-17	1H-17	2H-16	1H-16	2H-15	1H-15	2H-14	1H-14	
56.1	42.2	32.8	41.9	49.1	44.3	46.9	46.3	31.5	יתרת פתיחה
מקורות									
5.3	6.0	6.0	5.7	5.7	7.1	8.8	8.3	10.1	הכנסות משכירות
224.6	26.1	31.3	38.2	0.0	51.4	29.6	55.4	34.0	מימוש נכסים
								20.0	הנפקת זכויות
1.7	0.5	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5	0.4	הכנסות מימון
231.6	32.6	37.6	44.3	6.1	59.0	38.9	64.2	64.6	סה"כ מקורות
שימושים									
1.4	1.4	1.4	1.9	1.9	3.3	4.1	5.7	6.6	תשלומים לבנקים
0.0	12.8	22.3	47.0	2.4	41.4	26.1	46.4	31.6	תשלומי לבעלי אגרות החוב
4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	הנהלה וכלליות
0.0	0.0	0.0	0.0	4.5	5.0	6.7	7.0	7.0	השקעות חדשות
5.9	18.7	28.3	53.4	13.3	54.2	41.4	63.7	49.8	סה"כ שימושים
281.7	56.1	42.2	32.8	41.9	49.1	44.3	46.9	46.3	יתרת סגירה
	0.0	12.5	33.8	78.3	78.3	116.0	137.8	178.5	יתרת חוב לבעלי האג"ח

1.3 שווי NAV צפוי

תחת הנחות ההסדר המוצע, בשנת 2015 יוותרו בידי החברה נכסים בשווי הוגן המוערך בכ-350 מיליון יורו, ומזומן בשווי של כ-50 מיליון יורו. יתרת החוב לבעלי האג"ח ולבנקים צפויה להסתכם בכ-78 ו-51 מיליון יורו בהתאמה. השווי הנכסי הנקי הצפוי עומד על כ-261 מיליון יורו נכון לסוף שנת 2015. בסוף שנת 2018 שווי זה צפוי להסתכם בכ-374 מיליון יורו, וזאת בהנחה שארבעת הפרויקטים הגדולים שבפיתוח אכן יתבצעו וימכרו במחיר המוערך על ידי השמאי JLL.

שווי נכסי נקי (NAV) צפוי 2015 - 2018 מיליוני יורו

31/12/2018	31/12/2015	NAV עתידי צפוי
284	49	יתרת מזומן
145	349	סה"כ נכסים
429	398	סה"כ נכסים ומזומן
48	51	הלוואות מבנקים
0	78	יתרת אג"ח
48	130	סה"כ הלוואות
7	7	תקורה
374	261	שווי נכסי נקי (NAV) צפוי

1.4 התשלום לבעלי אגרות החוב

יתרת הפתיחה המצרפית ל-3 הסדרות מסתכמת בכ-202.1 מיליוני יורו. יתרת החוב לסוף שנת 2013 בתוספת הריבית הצבורה מסתכמת בכ-207.4 מיליוני יורו. מסכום זה יש לנכות כ-4 מיליוני יורו המצויים באוצר החברה. כך שהחוב נטו להיום הינו כ-203.5 מיליוני יורו.

מצבת התחייבויות החברה לבעלי אגרות החוב נכון לנובמבר 2013

מיליוני יורו

סדרת אג"ח	יתרת חוב (מתואמת למדד)	שיעור ריבית	תשלומים שנותרו	תשלום קרוב	תשלום אחרון
אג"ח ישראלי סדרה א	62.4	4.50% + מדד	5	31 בדצמבר 2013	31 בדצמבר 2017
אג"ח ישראלי סדרה ב	125.4	5.40% + מדד	2	1 ביולי 2014	1 ביולי 2015
אג"ח פולני	14.3	Wibor + 4.50%	1	18 בנובמבר 2013	18 בנובמבר 2013
סה"כ	202.1				

על פי המתווה המוצע, החלק הארי של החוב ידחה ב-3 שנים, והמועד הסופי לפירעון ידחה בשנה מדצמבר 2017 לדצמבר 2018. השווי ההוגן נטו של הנכסים המיועדים למימוש מוערך בכ-356 מיליוני יורו, והתמורה נטו ממימוש הנכסים צפויה לעמוד על כ-490 מיליוני יורו. בעת מימוש נכס, 75% מהתזרים נטו יועבר לבעלי אגרות החוב על חשבון הקטנת יתרת הקרן שבדחייה. סך התשלומים למחזיקי האג"ח כולל ריבית, יגדלו בעקבות הדחייה ובעקבות הגדלת הריבית מכ-220 מיליוני יורו לכ-260 מיליוני יורו. תחת הנחת המימושים והקדמת התשלומים, יסתכמו סך התשלומים למחזיקי אגרות החוב בכ-235 מיליוני יורו.

סה"כ תשלומים לבעלי אגרות החוב: לוח מקורי, חדש, ולאחר הקדמה בגין מימושים

מיליוני יורו

לוח מקורי	חדש ללא מימושים	חדש עם מימושים
אגח א	69.4	77.0
אגח ב	135.6	164.4
אגח פולני	14.8	18.7
סה"כ	219.8	260.1

המשמעות הכלכלית עבור מחזיקי אגרות החוב, היא החלפה של התזרים הנוכחי בתזרים החדש. כדי לחשב את שווי התזרים החדש המהווה יש לקבוע מהו שיעור ההיוון הראוי. בחוות דעת זו, לצורך גילום הסיכון, השתמשתי בשיעור היוון של כ-20%. שווי התזרים החדש של סך כל סדרות האג"ח, מהווה ל-13 בנובמבר 2013 על פי שיעור היוון של 20% הינו כ-162 מיליוני יורו. שווי אגרות החוב על פי ההסדר המוצע הינו כ-46.3 מיליוני יורו לסדרה א', כ-103.6 מיליוני יורו לסדרה ב' וכ-12.4 מיליוני יורו לאג"ח הפולני. תחת הנחת שיעור היוון של 15%, שווי זה עשוי לעלות לכ-176 מיליוני יורו. בנוסף, החברה תעניק אופציות בגובה 9.99% מהות המניות לבעלי אגרות החוב.

שווי אגרות החוב לאחר ההסדר

מיליוני יורו

אגח א	אגח ב	פולני	סה"כ
שווי תזרים חדש בשיעור היוון 15%	51.2	111.8	176.2
שווי תזרים חדש בשיעור היוון 20%	46.3	103.6	162.3
שווי אג"ח סחיר ביום 13.11.2013	40.9	83.3	134.1
עודף על שווי סחיר	5.5	20.2	28.1

³ האג"ח הפולני אינו סחיר. השווי התיאורטי חושב על פי הפרופורציה של שווי השוק של שתי אגרות החוב האחרות לעומת ערך הפארי שלהן.

Baker Tilly הינו שמה המסחרי של הורוביץ עידן סבו טבת & כהן טבח

1.5 חלופת הפירוק

תחת הנחת הפירוק, הנכסים ימומשו על פי שווים במימוש מהיר. הערכות שווי הנכסים במימוש מהיר התקבלו מהשמאי JLL ליום 13 בנובמבר 2013. הונח, בהתאם להערכות השווי של JLL כי הנכסים ימומשו בתוך 6 חודשים.

כדי לאמוד את שווי הנכסים בפירוק נכון להיום, נעשה הוון ל-6 חודשים בשיעור הוון של 20%. בנוסף בוצעה הפחתה בגין פרוייקט קאסה רדיו. להערכת JLL שווי פרוייקט קאסה רדיו במימוש מהיר הינו כ-80 מיליוני יורו. מאחר ומדובר בפרויקט בסדר גדול של מאות מיליוני יורו, הכולל קרקע בחכירה, והמעוגן בהסכם שותפות עם הממשלה PPP (Public Private Partnership), ההנחה שאפשר יהיה לממש את הפרויקט תמורת 80 מיליוני יורו בתוך 6 חודשים נראית בלתי סבירה. להערכת מנהלי החברה, ספק רב האם תחת מצב של פירוק ניתן יהיה לממש את הפרויקט בסכום זה.

שווי מניות פלאזה בפירוק נאמד בערך **שלילי של כ-70** מיליוני יורו.

תזרים בפירוק מיליוני יורו

31/12/2013	
33	יתרת פתיחה
167	מימושים
200	סה"כ נכסים ומזומן
	הוצאות
25	הוצאות פירוק בשיעור 6% מהנכסים
9	הנהלה וכלליות למשך שנה
166	סיכום ביניים
203	חוב חברה (אג"ח) ⁴
-37	סיכום ביניים
2.6	מקדמות דירים
-40	שווי מניות בפירוק
-30	הפחתה נוספת בגין קאסה רדיו
-70	שווי מניות בפירוק מתוקן

בברכה ובכבוד רב,

הורגו צ'יין סבו לבח & כהן לבח
הורוביץ עידן סבו טבת & כהן טבח
רואי חשבון

⁴ בניכוי אג"ח באוצר החברה

Baker Tilly הינו שמה המסחרי של הורוביץ עידן סבו טבת & כהן טבח

פרק 2: תאור החברה

2.1 כללי

חברת **Plaza Centers NV** מתמחה בייזום, שיווק, ניהול, איכלוס ומכירה של קניונים, ופועלת בשוק פיתוח הנדל"ן, בעיקר קניונים, במדינות מתפתחות מזה 17 שנה. החברה מאוגדת בהולנד ומניותיה הרגילות רשומות למסחר בבורסת לונדון (LSE) ובבורסת וורשה (WSE), ומוחזקת בשיעור של כ-62.5% על ידי אלביט הדמיה. פלאזה מחזיקה בכ-30 נכסי נדל"ן, רובם במזרח אירופה, וכן בהודו.

בשנים האחרונות יזמה החברה שני פרויקטים בתחום המגורים בהודו, בערים צ'נאי (Chennai) ובנגלור (Bangalore) בשיתוף עם חברת האם אלביט הדמיה. בנוסף החברה מחזיקה במספר רב של קרקעות במזרח אירופה, ובשני משרדים. בידי החברה 30 נכסי נדל"ן מארבעה סוגים:

1. **קניונים** – 7 קניונים פעילים, מהם 6 במזרח אירופה.
2. **נכסים בפיתוח** – 6 פרויקטים בפיתוח, בעיקר במזרח אירופה.
3. **עבודת קרקעות** – 14 קרקעות המיועדות לפיתוח או למכירה.
4. **נכסים אחרים** – 2 משרדים ורכוש אחר

השווי ההוגן של כל הנכסים ברוטו מוערך בכ-635 מיליוני יורו. שבעת הקניונים הפעילים, מוערכים בשווי של כ-301 מיליוני יורו, ממומנים במערכת הבנקאית ביחס LTV של כ-68%. רב הנכסים האחרים הם פרויקטים לפיתוח וקרקעות שנרכשו בהון עצמי, ללא מינוף. נכסי החברה מהווים בטוחה לחוב בנקאי בסכום כולל של כ-215 מיליוני יורו. רב רובם של החובות הם חובות ללא זכות חזרה (non-recourse). יחד עם זאת בחלק מהמקרים, לבנקים יש ערבות של פלאזה. הסך המצטבר של ההלוואות שבגינם יש ריקורס לפלאזה לא יעלה על 48 מיליוני יורו, הכל כמפורט בפרק 3.2.2 לחוות דעת זו. ברוב המקרים האלה, שווי הנכס העומד כבטוחה גבוה משווי ההלוואה, כך שהחשיפה נטו של פלאזה לחובות בנקאיים לרבות ערבויות אלה נאמדת בכ-10 מיליוני יורו.

השווי ההוגן של נכסי החברה, בניכוי סך ההתחייבויות לבנקים המגובים בנכסים כבטוחה מוערכים בכ-420 מיליוני יורו. תחת הנחות מימוש מהיר, שווי נכסי החברה ברוטו מוערך בכ-415 מיליוני יורו, שווי הנכסים בניכוי התחייבויות לבנקים נאמד בכ-200 מיליוני יורו.

הערכת שווי נכסי החברה, בשווי הוגן ובמימוש מהיר

מיליוני יורו

שווי כלכלי	שווי במימוש מהיר
635	415
215	215
עודף שווי	200
420	

בנוסף לחוב הספציפי בגין הנכסים, לחברה חוב לבעלי אגרות חוב. יתרת הקרן הבלתי מסולקת מסתכמת בכ-202 מ' יורו, וסך כל החוב מסתכם בכ-207.4 מיליוני יורו, כולל ריבית שנצברת עד לסוף שנת 2013⁵. עד היום החברה הנפיקה 3 סדרות של אגרות חוב, שתי סדרות הנסחרות בבורסה בישראל לני"ע בתל אביב, ואחת בפולין, אשר נכון לנובמבר 2013, יתרת החוב בגין הינה כ-62.4, 125.4 ו-14.3 מיליוני יורו בהתאמה במונחי ערך נקוב (מותאם למדד המחירים לצרכן)⁶.

⁵ החוב נטו של החברה לבעלי אגרות החוב מסתכם בכ-203.4 מיליוני יורו, סכום זה הינו לאחר ניכוי של כ-4 מיליוני יורו (במונחי פארי) שנרכשו על ידי החברה ונמצאות באוצר החברה

⁶ שערי החליפין שנלקחו בחשבון הם 4.7455 שקל ליורו ו-4.1888 זלוטי ליורו, לאורך כל חוות הדעת

Baker Tilly הינו שמה המסחרי של הורוביץ עידן סבו טבת & כחן טבח

2.2 הרקע למצוקה התזרימית

2.2.1 השנים הראשונות

מאז הקמתה בשנת 1996, פלאזה התמחתה ביזום והקמת מרכזי קניות ובידור במזרח אירופה ובעיקר בהונגריה. פלאזה זיהתה את הביקוש העולה למרכזי קניות מודרניים במדינות מזרח אירופה, ונקטה באסטרטגיה של ייזום, בנייה, ניהול ומכירה ברווח גבוה לקרנות נדל"ן בינלאומיות. לאור ההצלחה הגדולה בהונגריה, החברה החלה להקים מרכזים גם בפולין ומדינות נוספות במזרח אירופה. עד שנת 2013 החברה השלימה ייזום, הקמה, ניהול ואיכלוס של 33 מרכזי קניות ומכירה של 26 מרכזי קניות בהונגריה, פולין וצ'כיה, בשווי ברוטו (Gross asset Value) של למעלה ממיליארד יורו, תוך שהיא שומרת על שיעורי רווחיות גבוהים. בכך הפכה פלאזה לחברה המובילה בתחום הקמת מרכזי הקניות במזרח אירופה. המתחרים שלה בתחום הם: ECE הגרמנית, Tri Granit ההונגרית ו-GTC מקבוצת קרדן הישראלית. שלושת המתחרים יחד בנו פחות מ-32 המרכזים שבנתה פלאזה על פני אותה התקופה במרכז ומזרח אירופה.

2.2.2 הנפקות לציבור

בשנת 2006 החברה הפכה לציבורית לאחר שהנפיקה את מניותיה בבורסה הראשית בלונדון, וגייסה כ-247 מיליון יורו. בשנת 2007 רשמה החברה את מניותיה גם בבורסה בוורשה (WSE) וכן, החל משנה זו החברה גייסה כ-370 מיליון יורו (כ-1.8 מיליארד ₪) באמצעות הנפקת שתי סדרות של אגרות חוב בבורסה בתל אביב, ועוד כ-14 מיליון יורו (60 מיליון זלוטי) באמצעות אגרות חוב בוורשה.

2.2.3 ארנה פלאזה

בין ההצלחות הגדולות של פלאזה, בולט פרוייקט ה"ארנה פלאזה". פלאזה הקימה בתוך פחות משנתיים, בהשקעה של כ-162 מיליון יורו, את הקניון הגדול בהונגריה, ובו מעל 200 חנויות ו-2,800 מקומות חנייה. הקניון נמכר לקבוצת ההשקעה הבריטית aAIM בתמורה לכ-387 מיליון יורו, מכירה שייצרה רווח של כ-225 מיליון יורו (מעל מיליארד ₪).

2.2.4 קאסה רדיו

החברה ניצלה עודף תזרימי המזומנים לרכישה של קרקעות נוספות במטרה להקים מרכזי קניות, במדינות נוספות במזרח אירופה ובעיקר ברומניה, לרבות נכס מרכזי אחד – קאסה רדיו. פלאזה מחזיקה ב-75% מהפרויקט ביחד עם ממשלת רומניה (15%) ושותף טורקי. החברה מתכננת לפתח את הפרויקט, בשלושה שלבים: הקמת קניון, שלושה בנייני משרדים ובשלב האחרון בתי מלון. החברה רכשה את המבנה בכ-30 מיליון יורו, ובסך הכל השקיעה בו עד היום כ-115 מיליון יורו. מדובר בפרויקט בעל רמת סיכון גבוהה שמשך הבנייה שלו מוערך בחמש וחצי שנים. יחד עם זאת, להערכת פלאזה, השילוב של נכס במיקום כל כך מרכזי והשותפות עם ממשלת רומניה, משפרים את הסיכויים להוציא את התוכניות אל הפועל.

2.2.5 הודו

בשנת 2007 החברה נכנסה להשקעה מאסיבית בהודו – טריטוריה שלא היתה מוכרת לה, בכוונה להקים מרכזי קניות מסחריים בדומה לפעילותה במזרח אירופה, ובנוסף בכוונה להכנס לתחום פעילות חדש, שאינו מוכר לה – פרויקטים למגורים. פעילות זו מומנה בין השאר מתמורת אגרות החוב שהונפקו. חלק מהפרויקטים בהודו התבצעו ביחד עם חברת האם "אלביט הדמיה" ובשותפות של 50% עם גוף מקומי כאשר הפרויקטים שאינם למגורים בוצעו ללא חברת האם.

2.2.6 משבר 2008

לאחר עשור של פעילות מוצלחת בו החברה מימשה נכסים רבים ברווח, הגיע משבר שנת 2008 ויחד איתו ירידה משמעותית בערכם של נכסי הנדל"ן בכל מזרח אירופה, ובכללם נכסי החברה. באופן יחסי לחברות אחרות העוסקות ביזום ופיתוח נדל"ן במזרח אירופה, פלאזה היתה ערוכה למשבר. החברה מכרה את כל הקניונים שהיו ברשותה לפני המשבר, והחלה לבנות קניונים חדשים לאחר שנת 2008 בקצב נמוך בהרבה ותוך שימת דגש על יעדים שבהם הכלכלה נפגעה בצורה מתונה יותר במשבר.

2.2.7 השנים האחרונות

בשנים 2009 עד 2012 הקימה החברה בסך הכל 7 קניונים, 3 בפולין, 3 נוספים במזרח אירופה (סרביה, לטביה וצ'כיה) ו-1 בהודו. בסך הכל מדובר בקצב הקמה נמוך לעומת העבר, של פחות מ-2 קניונים בשנה. ההשקעות בהודו וברומניה, ערב המשבר, הסבו לחברה להפסדים כבדים, והכניסו אותה למצוקה תזרימית, אולם בשל העובדה שרב הקרקעות במזרח אירופה נרכשו ללא מינוף כלל, רמת המינוף הכוללת של החברה נשארה סבירה, ביחס לחברות אחרות בענף.

נכון לנובמבר 2013 החברה עמדה בכל התחייבויותיה ואף הצליחה לפרוע לבעלי האג"ח סך של כ-1.1 מיליארדי ₪ (סדר גודל של כ-230 מיליוני יורו על פי השער היום). החל משנת 2013 החברה מיישמת תוכנית מימושים שנועדה לשרת את תשלום חובותיה. עד כה החברה השלימה בהצלחה מימוש של 5 נכסים, (לא כולל קורגאון פארק) וגבתה את שאריות תקבולי עסקת ארה"ב מ-2012 בשווי מצטבר של כ-43 מיליוני יורו.

2.2.8 קורגאון פארק

מימוש של נכס מהותי – מרכז קניות בקורגאון פארק, בעיר פונה שבהודו, התעכב לעומת תוכנית המימושים המקורית. שריפה שפרצה בקניון בשנת 2012, מספר חודשים לאחר מועד פתיחתו, הרסה כשליש מהקניון והשביתה אותו לתקופה ארוכה. מכירת הקניון היתה אמורה להניב תזרים חיובי של עשרות מיליוני יורו בשנת 2013. החברה אמנם שיפצה את הקניון, ואף קיבלה השבה של כ-7 מיליוני יורו מחברת הביטוח, אולם עדין ההשקעה בקורגאון פארק הסבה לחברה הפסד ניכר.

ביום 14 בנובמבר 2013 חתמה החברה חוזה למכירתו של מרכז הקניות בקורגאון פארק, בתמורה לכ-40.5 מיליוני יורו, ובכפוף להשלמת תנאים מתלים. לקופת החברה יוזרמו כ-18.5 מיליוני יורו נטו, לאחר החזר החוב לבנק שעומד על כ-21.4 מיליוני יורו. מתוך סכום זה, צפויים לזרום כ-10 מיליוני יורו בחודשיים הקרובים, והיתרה במהלך המחצית הראשונה של שנת 2014.

2.2.9 המצב התזרימי כיום

נכון לחודש נובמבר 2013 קופת המזומנים של החברה עומדת על כ-23 מיליוני יורו בלבד, (לפני התקבולים ממימוש קורגאון פארק) ועוד 10 מיליוני יורו מזומן מוגבל. החברה אמורה לשלם עד סוף שנת 2013 כ-32 מיליוני יורו לבעלי אגרות החוב, מתוכם כ-12 מיליוני יורו קרן לאג"ח א' הישראלי, כ-14 מיליוני יורו קרן לאג"ח הפולני, וכ-6 מיליוני יורו עבור ריבית לשלושת סדרות האג"ח. המזומנים שבקופה, בתוספת התקבולים הצפויים מימוש קורגאון פארק, עלולים שלא להספיק להחזר התשלומים לבעלי אגרות החוב כבר בסוף שנת 2013. בנוסף, במחצית הראשונה של שנת 2014, על החברה יהיה לשלם קרן וריבית בסך של כ-67 מיליוני יורו לבעלי אגרות החוב משתי הסדרות הנסחרות בתל אביב (כ-66 מיליון לסדרה ב'). אמנם, בידי החברה נכסים רבים בשווי הוגן נטו המוערך בכ-420 מיליוני יורו, אך מימוש הנכסים בלוח זמנים קצר, עלול ליצור פרמיה שלילית המוערכת בכ-30% עד 40% שתסב נזק הן לחברה, והן בעקיפין לבעלי אגרות החוב.

בנוסף, מימוש הנכסים תחת לחץ, עלול ליצור "כדור שלג", שיכניס את החברה למצב של דיסטס קיצוני יותר. כח המיקוח של החברה יפגע, ויכולתה להגדיל את שיעורי התפוסה בקניונים ואת הפדיון משכירות יפגע. כתוצאה מכך עלול לרדת ערכם של הנכסים, המהווים בטוחות להלוואות הבנקים, המקור היחידי לפירעון התחייבויותיה לבעלי אגרות החוב. החברה, הכינה תוכנית הבראה, הכוללת מצד אחד דחייה של תשלומי הקרן לבעלי אגרות החוב לפרק זמן של 3 שנים, תמורת פיצוי בריבית ובמכשירים הוניים, ומאידך, תוכנית מימושים שנועדה לשרת את החוב החדש. התוכנית כוללת גם מנגנון של הקדמת התשלומים לבעלי אגרות החוב בהתאם למימושים בפועל. ההסדר המוצע אינו כולל "תספורת" לבעלי האג"ח, אלא דחייה בלבד של תשלומי קרן וריבית.

על כן, ביום 14 בנובמבר 2013 הודיעה החברה, על הקפאת התשלומים לכל הנושים, וכניסה להליך מו"מ עם הנושים להגיע למתווה הסדר מוסכם.

2.3 מטרת חוות דעת זו

מטרות חוות דעת זו הן:

1. לסקור את המתווה אותו מציעה החברה לפריסת חובותיה, ולהעריך את סבירותו.
2. לאמוד את השווי הכלכלי של חבילת אגרות החוב החדשות, והמכשירים ההוניים שינתנו על פי ההסדר המוצע על ידי החברה, למחזיקי אגרות החוב חלף אגרות החוב הקיימות היום.
3. להעריך את שווי החברה על פי חלופת הפירוק (Liquidation)

2.4 מקורות מידע

מקורות המידע ששימשו אותי לטובת מתן חוות הדעת כללו, בין השאר:

1. סדרת פגישות ושיחות עם הנהלת החברה במטה החברה באירופה ובהם מנכ"ל החברה וסמנכ"ל הכספים, אנליסטים וכלכלנים בפלאזה.
2. ביקור במטה החברה לטובת בחינה פרטנית של נכסי החברה.
3. הערכות שווי של שמאי המקרקעין⁷ Jones Lang LaSalle (להלן: "לאסל" או "JLL"). לאסל העריך את רובם של נכסי החברה ליום 31 בדצמבר 2011 וליום 31 בדצמבר 2012. בחודש נובמבר 2013, נערכו על ידי לאסל הערכות שווי מקוצרות ("Desktop") תחת הנחות ניכיון בגין מימוש מהיר. חוות דעת זו מסתמכת במידה רבה על הערכותיו של לאסל.
4. שימוש במידע ציבורי הנוגע לנכסי החברה, התחייבויותיה, מצבה הפיננסי וכל מידע אחר הרלוונטי לפעילות החברה ולחוות הדעת.
5. שימוש במידע ציבורי בכל הנוגע לאזורים בהם פועלת החברה, לתחום פעילותה וכן תחזיות והערכות לגבי מידע זה.
6. מצגות ונתונים של החברה אשר שימשו לצורך הצגה לדירקטוריון החברה.
7. דוחות כספיים מבוקרים של החברה לשנים 2010 – 2012 וכן דוחות רבעוניים של שנת 2013.
8. נתוני הבורסה לני"ע בתל אביב בקשר עם אגרות החוב של החברה.

⁷ Jones Lang LaSalle is a financial and professional services firm specializing in real estate services and investment management. With more than 40,000 people in 1,000 locations in 70 countries serve the local, regional and global real estate needs of those clients, growing our company in the process.

פרק 3: מצבת נכסים והתחייבויות

3.1 נכסים

3.1.1 קניונים

עד היום החברה מימשה 26 קניונים שיזמה, ובנוסף, השלימה את הקמתם של שבעה קניונים, מתוכם 6 במזרח אירופה ואחד בהודו, אותם היא מתפעלת. החברה מתמחה באיתור שוכרים פוטנציאליים וסגירת חוזים ארוכי טווח עמם. שיעורי התפוסה בקניונים בשנת 2013 נעים בטווח של 80% עד 100%, והכוונה היא להמשיך ולהפעיל את הקניונים תוך הגדלה של שיעורי התפוסה בהם, ולאחר מכן למכור אותם, בכפוף ליכולת החברה שתהיה באותה עת, לאתר רוכשים במחירים אטרקטיביים ובכפוף לתנאי השוק.

שבעת הקניונים שבידי החברה

מיליוני יורו

שם הפרויקט	מדינה	חלקה של פלאזה	שטח במ"ר (GLA)	תפוסה 2011	תפוסה 2012	תפוסה 2013	NOI 2013	הערכת שמי 2013	הערכת שמי במימוש מהיר	יתרת חוב בנקאי
Torun 1	פולין	100%	40,000	80%	81%	88%	6.3	94.1	72.5	48.9
Suwalki 2	פולין	100%	20,000	89%	85%	85%	3.1	45.8	36.6	32.2
Kragujevac 3	סרביה	100%	22,000	-	98%	100%	3.9	42.0	35.0	29.6
Pune - Koregaon 4	הודו	100%	41,000	-	85%	-	-	39.9	39.9	21.4
Riga 5 (50%)	לטביה	50%	49,000	90%	94%	96%	3	39.9	31.9	29.5
Zgorzelec 6	פולין	100%	13,000	79%	83%	89%	0.8	20.0	14.0	22.1
Liberec 7	צ'כיה	100%	17,000	78%	80%	76%	1	19.5	10.7	20.9
סה"כ			202,000	83%	89%	91%	18.1	301.2	240.7	204.5

טורון - פולין

הקניון בעל השווי הגדול ביותר הוא הקניון שבעיר טורון (Torun) שבמרכז פולין. פוטנציאל ההכנסות משכירות בטורון עומד על כ-8 מיליוני יורו בשנה תחת הנחת תפוסה מלאה. בשנת 2012 שיעורי התפוסה בקניון היו 81%. לקראת סוף שנת 2013, החברה מצאה דייר לשטח מהותי הממוקם במרכז הקניון ומהווה כ-7% משטחי המסחר בו. בעקבות כך, הנהלת החברה צופה כי היא תוכל להגיע במהלך שנת 2014 לשיעורי תפוסה של כ-95% ולהגדיל את הכנסות הקניון משכירות לכ-7.4 מיליוני יורו בשנה. על פי הערכת השמאי לאסל, הקניון מוערך בכ-94 מיליוני יורו.

פונה - הודו

בשנת 2012 החברה פתחה קניון בעיר פונה שבמערב הודו, בשכונה היוקרתית Koregaon. שווי של הקניון הופחת לאחרונה מכ-56 מיליוני יורו לכ-40 מיליוני יורו. ביוני 2012, חודשים ספורים אחרי הפתיחה של הקניון, פרצה בו שריפה שהרסה כשליש ממנו. ביום 14 בנובמבר 2013 חתמה החברה חוזה למימושו של מרכז הקניות קורגאון פארק, בתמורה לכ-40.5 מיליוני יורו, ובכפוף לתנאים מתלים.

לקופת החברה יוזרמו כ-18.5 מיליוני יורו נטו, לאחר החזר החוב לבנק שעומד על כ-21.4 מיליוני יורו (1,830 מיליוני רופי). מתוך סכום זה, יוזרמו כ-10 מיליוני יורו בחודשיים הקרובים, והיתרה במהלך המחצית הראשונה של שנת 2014. בנוסף, לאחר שהחברה קיבלה את כספי הפיצויים מחברת הביטוח של כ-7 מיליוני יורו עבור הנזק עצמו, היא צופה שתקבל סך של כ-1.5 עד 3 מיליוני יורו נוספים כמתחייב מהפוליסה עבור נזקים עקיפים כתוצאה מאובדן הכנסות וכדומה. ההכנסות משכירות נטו בשנת 2013 היו זניחות, בשל השריפה. פוטנציאל ההכנסות של מרכז הקניות הוא כ-5 מיליוני יורו בשנה.

3.1.2 פרויקטים בפיתוח

כל הנכסים בקבוצה זו מומנו מהונה העצמי של החברה, ואינם משועבדים לגורם כלשהו. סך כל השווי של הפרויקטים בקבוצה זו הוערכו על ידי לאסל בכ-214 מיליוני יורו. הערכת שווי הנכסים במימוש מהיר מסתכמת בכ-117 מיליוני יורו. הערכת השווי של הפרויקטים כגמורים שבוצעה בסוף שנת 2012 מעריכה את שוויים העתידי בכ-771 מיליוני יורו.

פרויקטים בפיתוח

מיליוני יורו

שם הפרויקט	מדינה	חלקה של פלאזה	שטח במ"ר (GLA)	הערכת שמאי 2013	הערכת שמאי במימוש מהיר
1 Casa Radio	רומניה	75%	600,000 (GBA)	160.4	80.2
2 Sport Star	סרביה	100%	32,000	14.1	10.0
3 Belgrade	סרביה	100%	70,000 (GBA)	11.8	9.4
4 Timisoara	רומניה	100%	36,000	10.7	5.4
5 Chennai	הודו	38%	230,000	9.0	8.1
6 Lodz (mall)	פולין	100%	35,000	7.7	3.8
סה"כ				214	117

קאסה רדיו

הנכס הבולט בקבוצה זו הוא Casa Radio שבבוקרשט ברומניה, ושווי מוערך על ידי לאסל בכ-160 מיליוני יורו. מדובר במבנה ייחודי ומרשים שהוקם במרכז בוקרשט, ובכוונת החברה לפתח את הפרויקט בשלושה שלבים: הקמת קניון, בניית משרדים ובשלב האחרון בתי מלון. החברה רכשה את המבנה בכ-30 מיליון יורו, והשקיעה בו עד היום כ-115 מיליוני יורו בין השאר עבור תכנון, הריסות ועבור הקמה של "קירות סלאריים" מסביב לאתר להגנת המבנה העתידי מפני מי הנהר הזורם לצידו. בדוחות הכספיים עלותו מוצגת בכ-160 מיליוני יורו.

המשבר הכלכלי במזרח אירופה וברומניה בפרט, גרם לעיכוב משמעותי בביצוע הפרויקטים בפיתוח לרבות קאסה רדיו. נכון למועד חוות דעת זו קשה להעריך מתי, או האם בכלל יצא הפרויקט אל הפועל. הערכת השווי של לאסל המביאה בחשבון את כל המידע הנ"ל, מעריכה את הפרויקט בכ-160 מיליוני יורו. מתוך כך יש לייחס סך של כ-128 מיליוני יורו לשלב א', וכ-27 מיליוני יורו לשלבים ב' ו-ג'. היתרה בסך של כ-5 מיליוני יורו לחלק מהנכס שמיועד למכירה. לאסל מעריך את שווי הנכס במימוש מהיר בכ-80 מיליוני יורו.

הודו - Chennai

כחלק מאסטרטגיית החברה לגוון את מקורות התזרים שלה, פנתה החברה להשקעות בפרויקטים למגורים בהודו. חלק מההשקעות בהודו נעשו במשותף עם חברת האם אלביט הדמיה, ובכל פרויקט הוכנס גם שותף מקומי בעל ידע מעשי בתחום. בפרויקט צ'נאי נרכשה קרקע בהיקף של כ-360 דונם, במטרה לבנות פרויקט מגורים גדול בצמוד לפארק הי-טק בעיר צ'נאי. זהו המטרופולין הרביעי בגודלו בהודו המונה כ-9 מיליון תושבים. הקרקע רשומה בדוחות הכספיים של החברה לדצמבר 2012 בסכום של כ-35 מיליוני יורו, עבור חלקה של פלאזה, המחזיקה ב-38% מהפרויקט. לאסל העריך את שווי הקרקע (חלקה של פלאזה) בכ-9 מיליון יורו בשנת 2013 וב-8 מיליוני יורו במימוש מהיר. רכישת הקרקע בוצעה מהון עצמי, וכנגד הפרויקט אין חוב בנקאי.

3.1.3 קרקעות עתודה

כל הנכסים בקבוצה זו מומנו מהונה העצמי של החברה ואינם משועבדים. סך כל השווי של הקרקעות בקבוצה זו הוערכו על ידי JLL בכ-94 מיליוני יורו.

קרקעות – עתודה לפיתוח

מיליוני יורו

שם הפרוייקט	מדינה	חלקה של פלאזה	הערכת שמאי 2013	הערכת שמאי במימוש מהיר
1 Pireas	יוון	100%	15.7	6.0
2 Iasi	רומניה	100%	12.4	6.2
3 Bangalore (Varthur)	הודו	24%	12.2	10.9
4 Constanta	רומניה	100%	9.6	4.8
5 Arena Extension	הונגריה	100%	8.3	3.2
6 Miercurea Ciuc	רומניה	100%	6.7	3.0
7 Targu Mures	רומניה	100%	5.8	2.6
8 Lodz (resi)	פולין	100%	5.1	2.6
9 Joe's Island Kochi	הודו	24%	4.3	3.5
10 Shumen	בולגריה	100%	4.2	1.5
11 Kielce	פולין	100%	4.0	2.0
12 Hunedoara	רומניה	100%	2.6	1.2
13 Slatina	רומניה	100%	1.6	0.7
14 Leszno	פולין	100%	1.5	0.8
סה"כ			94.0	48.9

הודו – Bangalore (Varthur)

פרוייקט זה דומה לפרוייקט צ'נאי המתואר לעיל, בסדר גודל כפול. בפרוייקט זה נחתם הסכם לשותפות בקרקע בשטח של 165 אקרים בפרבר יוקרתי של העיר בנגלור, בכוונה להקים עליה כ-1,000 יחידות דיור יוקרתיות. זהו המטרופולין החמישי בגודלו בהודו המונה כ-9 מיליון תושבים. על פי הדוחות הכספיים לסוף שנת 2012, עלות חלק פלאזה בקרקע, המחזיקה ב-24% מהפרוייקט הינה כ-48 מיליוני יורו. לאסל העריך את חלקה של פלאזה בקרקע בכ-40 מיליון יורו לסוף שנת 2011 ובכ-12.2 מיליון יורו בשנת 2013. גם כאן, רכישות הקרקע בוצעו מהון עצמי, וכנגד הפרוייקט אין חוב בנקאי. בשני פרויקטי המגורים הנ"ל החברה מעריכה כי לא תדרש להשקעת הון עצמי משמעותי נוסף.

3.1.4 נכסים אחרים

החברה מחזיקה מבנה משרדים בהונגריה המשמש חלק מעובדיה ומבנה משרדים ברומניה אשר שימש חלק מעובדיה, וכיום מושכר לחיצוניים. הנכסים בקבוצה זו אינם משועבדים ואין כנגדם הלוואות.

נכסים אחרים

מיליוני יורו

מדינה	שם הנכס	חלקה של פלאזה	הערכת שמאי 2013	הערכת שמאי במימוש מהיר	תיאור הנכס
1 הונגריה	David House	100%	4.0	2.0	מבנה משרדים
2 הונגריה	Uj Udvar	35%	2.8	2.0	קניון לשיפוץ
3 רומניה	Palazzo Ducale	100%	2.0	1.2	מבנה משרדים
סה"כ			8.8	5.2	

בנוסף, לחברה ישנו רכוש אחר, הכולל את ה-Hawker 400xp בשווי מוערך של כ-1.4 מיליוני יורו, 2 קרקעות שאינן מיועדות בשלב זה לפיתוח: Krusevac שבסרביה, ו-Valley View ברומניה, וקרקע בחכירה ב-Cina שבברומניה. החברה מעריכה את שוויין המצטבר של 3 קרקעות אלו במיליוני יורו בודדים. רכישת ה-Hawker 400xp מומנה בהלוואה בנקאית שיתרתה נכון להיום היא 2.7 מיליוני יורו, ורכישת הקרקע עבור פרויקט Valley View מומנה בהלוואה בנקאית שיתרתה כ-8.2 מ' יורו.

3.2 התחייבויות

3.2.1 אגרות חוב

לחברה חוב לבעלי אגרות בגובה של כ-202 מיליוני יורו. בתוספת ריבית צבורה חוב זה מסתכם בכ-207.4 מיליוני יורו. עד היום החברה הנפיקה 3 סדרות של אגרות חוב, 2 סדרות הנסחרות בבורסה בישראל לני"ע בתל אביב, וסדרה אחת בפולין כדלקמן:

אג"ח ישראלי סדרה א

נכון למועד חוות דעת זו, יתרת קרן סדרה א' הינה כ-62.4 מיליוני יורו העומדת לפירעון ב-5 תשלומים שנתיים של כ-12.5 מיליוני יורו כל אחד החל מ-31 בדצמבר 2013 ועד ל-31 בדצמבר 2017, בתוספת ריבית שנתית של 4.5% צמודה למדד המחירים לצרכן.

אג"ח ישראלי סדרה ב

נכון למועד חוות דעת זו, יתרת קרן סדרה ב' הינה כ-125.4 מיליוני יורו העומדת לפירעון ב-2 תשלומים שנתיים של כ-62.7 מיליוני יורו כל אחד: הראשון ב-1 ביולי 2014 והשני ב-1 ביולי 2015, בתוספת ריבית שנתית של 5.4% צמודה למדד המחירים לצרכן.

אג"ח פולני

נכון למועד חוות דעת זו, יתרת החוב למחזיקי אג"ח זה הינה כ-14.3 מיליוני יורו לתשלום ביום 18 בנובמבר 2013.

מצבת התחייבויות החברה לבעלי אגרות החוב נכון לנובמבר 2013

מיליוני יורו

סדרת אג"ח	יתרת חוב ע.נ מתואם	שיעור ריבית	תשלומים שנותרו	תשלום קרוב	תשלום אחרון
אג"ח ישראלי סדרה א	62.4	4.50% + מדד	5	31 בדצמבר 2013	31 בדצמבר 2017
אג"ח ישראלי סדרה ב	125.4	5.40% + מדד	2	1 ביולי 2014	1 ביולי 2015
אג"ח פולני	14.3	Wibor + 4.50%	1	18 בנובמבר 2013	18 בנובמבר 2013
סה"כ	202.1				

בקופת המזומנים של החברה נמצאים כ-23 מיליוני יורו, ויש ביכולתה לשלם את מלוא יתרת החוב לאג"ח הפולני בנובמבר 2013. לאחר התשלום יישארו בקופת החברה כ-7 מיליוני יורו, ובנוסף, צפוי להתקבל מתמורת המכירה של קניון קורגאון פארק סכום של כ-18 מיליוני יורו, מתוכם כ-10 מיליוני יורו צפויים להתקבל בחודשיים הקרובים. סכומים אלו עלולים שלא להספיק לכסות את תשלומי הקרן והריבית בסך של כ-17 מיליוני יורו שהחברה אמורה לשלם בחודש דצמבר הקרוב בגין אג"ח סדרה א' עבור קרן וריבית ובגין אג"ח סדרה ב' עבור ריבית, וגם אם כן, יוצר סיכון מהותי, שלא יהיה ביכולתה של החברה לשלם את תשלומי הקרן והריבית לבעלי אגרות החוב מסדרה ב' ב-30 ביוני 2014 בסך של כ-66 מיליוני יורו. (וכן תשלומי ריבית לסדרה א' של כ-1 מיליון יורו)

3.2.2 בנקים

רוב חובות החברה לבנקים, ניטלו על ידי חברות הבנות – חברות הנכס, ואשר נכסי הנדל"ן הפעילים מהווים בטוחות כנגד ההלוואות ביחס LTV ממוצע של כ- 68%. פלאזה חבה בעצמה, או ערבה במידה מסוימת, לחובות חברות הנכס לבנקים בשלושה מקרים בלבד:

1. **Koregaon park mall** – קיימת הלוואה משולבת משני בנקים בהודו: AXIS ו- SBH בסך של כ- 21.4 מיליוני יורו שנלקחה על ידי חברת בת, ואשר הנכס בקורגאון משועבד לבנק כבטוחה. כאמור הנכס נמכר לאחרונה בתמורה לכ- 40.5 מיליוני יורו, כך שלאחר השלמת העסקה והעברת התשלומים, יפרע החוב לבנק במלואו ולא תהיה לחברה חשיפה בגין ערבות זו. בכל מקרה החברה ערבה רק לחלקו של בנק AXIS בהלוואה, כלומר ערבות לסכום של כ- 14 מיליוני יורו.

2. **זגורזלץ** – קיימת הלוואה שניטלה מבנק BZ WBK בפולין, בסך 22 מ' יורו ואשר הנכס בזגורזלץ בשווי מוערך של כ- 20 מ' יורו משועבד לטובת הבנק כבטוחה. קיימת ערבות של פלאזה בגובה 2.2 מיליוני יורו.

3. **Hawker 400xp** – פלאזה בעצמה, נטלה הלוואה מבנק GEFA בגרמניה, שיתרתה נכון להיום כ- 3.5 מיליוני דולר (כ- 2.7 מיליוני יורו) למימון רכישת Hawker 400xp. כבטוחה להלוואה זו הבנק מחזיק בשעבוד על Hawker 400xp אשר שוויו מוערך בכ- 1.9 מיליוני דולר (כ- 1.4 מיליוני יורו). תחת הנחת מימוש מהיר שווי זה עשוי להיות נמוך מכך בכ- 10% עד 15%. בשנים האחרונות החברה אינה עושה שימוש עצמי ב- Hawker 400xp, אלא משכירה אותו לצד ג' והשכרתו לצד ג' מכסה את הוצאות אחזקתו.

על פי עמדת החברה, היא אינה ערבה לחובות נוספים כלשהם, אולם, במקרה אחד או שניים נוספים של הלוואות בחברות הנכס, הבנק עלול לטעון שבמקרה של אי פירעון החוב על ידי חברת הנכס, קמה לו זכות להיפרע מפלאזה עצמה. בכל מקרה החברה מעריכה את החשיפה שלה לסך חובות חברות הבנות כתוצאה מערבויות שנתנה, או שהבנקים עלולים לטעון שנתנה, בלא יותר מ- 48 מיליוני יורו, לפני השבה בגין מימוש נכסים שניתנו כבטוחות. להערכת הנהלת החברה, החשיפה המקסימאלית נטו של פלאזה לחובות בנקאיים, לרבות ערבות לחובות בנקאים של חברות הנכס, מוערכת בכ- 10 מיליוני יורו.

3.3 תמצית דוחות כספיים

3.3.1 דוח רווח והפסד

בשנת 2010 הסתכם הרווח הנקי של פלאזה בכ-14 מיליוני יורו. בשנת 2012 רשמה החברה הפסד של כ-84 מיליוני יורו, ובששת החודשים הראשונים של שנת 2013 רשמה החברה הפסד של כ-80 מיליוני יורו נוספים. ההפסדים נובעים בעיקר מביצוע הפחתות ערך בשווי הנכסים, בהתאם לחוות הדעת משמאי חיצוני עליהן מסתמכת הנהלת החברה, בין היתר.

פלאזה – תמצית דו"ח רווח והפסד מאוחד

אלפי יורו

לשנה שנתיימה ביום			לששת החודשים שנסתיימו ביום	
31 בדצמבר, 2010	31 בדצמבר, 2011	31 בדצמבר, 2012	30 ביוני, 2013	
37,641	23,462	41,593	14,298	הכנסות
-	-	-	16,699	תמורה מימוש השקעות המטופלות בשיטת שווי מאזני
(6,710)	(47,987)	(78,833)	(60,906)	ירידת ערך במלאי נדל"ן
-	-	-	(21,842)	עלות מימוש השקעות המטופלות לפי שיטת שווי מאזני
(20,853)	(14,849)	(20,385)	(5,490)	עלויות תפעול
10,078	(39,374)	(57,625)	(57,241)	רווח/(הפסד) גולמי
(17,923)	(18,856)	(16,848)	(6,212)	הוצאות הנהלה וכלליות
42,603	169	2,763	318	הכנסות אחרות
(260)	(1,783)	(1,122)	(4,771)	הוצאות אחרות
34,498	(59,844)	(72,832)	(67,906)	רווח/(הפסד) תפעולי
49,596	103,018	20,515	6,671	הכנסות מימון
(70,773)	(29,032)	(37,055)	(15,636)	הוצאות מימון
(21,177)	73,986	(16,540)	(8,965)	הכנסות/(הוצאות) מימון, נטו
(381)	(153)	(68)	(4,472)	חלק בהפסדי השקעות המטופלות בשיטת השווי המאזני
12,940	13,982	(89,440)	(81,343)	רווח/(הפסד) לפני מסים על הכנסה
1,308	(12,910)	5,463	754	הכנסות/(הוצאות) מסים
14,248	1,079	(83,977)	(80,589)	רווח/(הפסד) נקי מפעילויות נמשכות

3.3.2 תמצית מאזן

הנכס העיקרי במאזני פלאזה במלך השנים 2010 - 2013 הינו מלאי הנדל"ן הכולל קניונים פעילים ובפיתוח, קרקעות לפיתוח עתידי ונכסים אחרים. נכסים אלו מהווים בממוצע כ- 80-85% מסך המאזן. במהלך השנים האחרונות חל קיטון בגובה סעיף זה מסך של כ-800 מיליוני יורו לכ-560 מיליוני יורו. ירידה זו משויכת בעיקר לירידת ערך הנכסים ולמכירת מספר נכסים גדולים במהלך השנים האחרונות.

בצד ההתחייבויות, קיימת ירידה בגובה ההתחייבויות לבנקים המשויות בעיקר למכירת נכסי הנדל"ן אשר התחייבויות שועבדו כבטוחות להלוואות אלה. ההון העצמי הינו במגמת ירידה במהלך השנים, וירד מכ-625 מיליוני יורו בשנת 2010 לכ-355 מיליוני יורו בחודש יוני, 2013.

פלאזה – תמצית מאזן מאוחד

אלפי יורו

נכסים	ליום				התחייבויות והון עצמי	ליום			
	31 בדצמבר, 2010	31 בדצמבר, 2011	31 בדצמבר, 2012	30 ביוני, 2013		31 בדצמבר, 2010	31 בדצמבר, 2011	31 בדצמבר, 2012	30 ביוני, 2013
מזומנים ושווי מזומנים	232,902	296,235	205,977	186,452	התחייבויות לבנקים	137,801	58,261	35,374	86,934
פקדונות מוגבלים	-	-	-	3,997	התחייבויות מוחזקות למכירה	29,954	21,428	18,759	12,128
פקדונות לזמן קצר	48,318	32,930	34,966	33,929	אגרות חוב בשווי הוגן דרך רווח והפסד	-	3,102	-	-
ני"ע זמינים למכירה	20,762	22,831	34,184	37,899	אגרות חוב בעלות מופחתת	27,098	25,568	11,714	883
לקוחות	11,260	27,329	7,569	3,504	ספקים	4,064	5,432	3,399	3,551
חייבים ויתרות חובה	3,758	2,228	546	698	צדדים קשורים	47,828	46,030	19,313	9,103
נכסים מוחזקים למכירה	15,597	15,597	15,597	15,597	זכאים	10,535	-	-	12,865
מלאי נדל"ן	-	-	3,320	1,170	נגזרים	807,887	850,229	612,475	560,831
סה"כ נכסים שוטפים	19,474	27,464	7,648	13,159	התחייבויות אחרות	1,065,167	1,010,050	701,034	686,29
השקעות לזמן ארוך	352,071	424,614	309,807	296,405	סה"כ התחייבויות שוטפות	52,559	51,330	-	-
השקעות המטופלות לפי שיטת שווי מאזני	133,514	152,387	5,773	-	התחייבויות לבנקים	-	-	154,830	91,549
נכס מס נדחה	211,997	110,320	81,181	80,618	אגרות חוב בשווי הוגן דרך רווח והפסד	282	316	6,949	-
הלוואות להשקעות בשטח שווי מאזני	-	-	-	-	אגרות חוב בעלות מופחתת	42,110	-	-	6,994
נגזרים	97,979	86,052	39,010	53,483	התחייבויות אחרות	11,361	9,026	7,381	6,838
רכוש קבוע	5,330	5,757	185	147	נגזרים	238,702	272,348	14,489	-
נדל"ן להשקעה	-	3,561	-	-	התחייבויות מס נדחה	15,751	4,961	779	495
פקדונות מוגבלים	956	15,673	6,930	6,016	סה"כ התחייבויות לא שוטפות	364	495	356	393
נכסים אחרים לא שוטפים	449,776	373,750	133,079	140,264	סך הון עצמי	361,129	338,476	184,784	106,269
סה"כ נכסים לא שוטפים	624,449	550,16	442,932	355,895					
סה"כ נכסים	1,426,296	1,348,526	885,818	792,564	סה"כ התחייבויות והון עצמי	1,426,296	1,348,526	885,818	792,564

פרק 4: תיאור הצעת החברה

הצעת החברה להסדר, כוללת את המרכיבים הבאים:

1. פריסת חובות
 2. פיצוי בריבית
 3. תוכנית מימושים ומנגנון הקדמה של התשלומים
 4. פיצוי באמצעות מכשירים הוניים
 5. פניה לבעלים לצורך הזרמת הון (כפוף לאישור אלביט הדמיה)
- מתווה ההסדר המוצע אינו כולל "תספורת" לבעלי אגרות החוב.

פריסת חובות

פריסה של כל סדרות האג"ח כדלקמן: תשלומי הקרן הצפויים ב-3 השנים הקרובות יידחו ב-3 שנים באופן פרופורציוני. כלומר תשלום דצמבר 2013 יידחה לדצמבר 2016 וכך הלאה, עד תשלום דצמבר 2015 שידחה לחודש דצמבר 2018. התשלומים המתוכננים לאחר מכן, קרי תשלומי דצמבר 2016 ודצמבר 2017 ישולמו במועד המקורי.

פיצוי בריבית

החל מינואר 2014 תתווסף ריבית שנתית בשיעור של 1.50% לכל סדרה, ליתרת הקרן שבדחייה. תשלומי הריבית שהיו אמורים להיות משולמים בסוף שנת 2013, יתווספו ליתרת הקרן הבלתי מסולקת שבדחייה. החל מינואר 2014, ולאחר השלמת הליך הסדר החוב, תשלומי הריבית ישולמו כסדרם.

תוכנית מימושים

החברה מתכננת לממש 19 נכסים מתוך 30 מהנכסים שבידה. התמורה נטו ממימוש הנכסים צפויה לעמוד על כ-490 מיליוני יורו. בכל אחת מ-4 השנים הקרובות צפוי תזרים חיובי של כ-60 עד 80 מיליוני יורו בשנה. (לפירוט מלא ראה פרק 5.3)

מנגנון הקדמה

בעת מימוש נכס, 75% מהתזרים נטו יועבר לבעלי אגרות החוב על חשבון הקטנת יתרת הקרן. התשלום יחולק בין הסדרות פרו-ראטה ליתרת הקרן שנדחתה, לאותו מועד.

פיצוי באמצעות מכשירים הוניים

החברה תעניק אופציות בגובה 9.99% מהון המניות המונפק ונפרע לבעלי אגרות החוב פרו ראטה ליתרת הקרן הנדחית כמתואר לעיל. תקופת המימוש של האופציות תהיה 4 שנים, להמרה כאשר תוספת המימוש בשנתיים הראשונות שלאחר ההסדר תעמוד על 25 פני למניה ולאחר מכן על סך של 30 פני למניה.

הזרמת הון בעלים

החברה תפנה לבעלי המניות לצורך הזרמה לחברה סך של כ-20 מיליוני יורו בדרך של הנפקת זכויות.

פרק 5: סקירת התזרים הצפוי

5.1 תחזית תזרים המזומנים עפ"י החברה

בחוות דעת זו התבססתי על תחזית תזרים המזומנים של פלאזה לשנים 2013 עד 2018, אשר הוכנה על ידי הנהלת החברה ואושרה על ידי אורגניה. על פי תחזית זו, יתרת המזומנים בסוף שנת 2017 תהיה כ-97 מיליוני יורו, ובמחצית 2018 תעמוד על כ-360 מיליוני יורו.

תחזית תזרים מזומנים – הנהלת החברה 2013 - 2018

מיליוני יורו

1H-18	2H-17	1H-17	2H-16	1H-16	2H-15	1H-15	2H-14	1H-14	יתרת פתיחה
97.4	60.7	33.0	49.0	55.9	48.3	50.2	49.3	31.7	
מקורות									
2.3	2.0	2.0	1.7	1.7	4.6	5.3	8.6	12.7	הכנסות משכירות
261.3	35.7	43.8	47.6	0.0	51.4	29.6	55.4	34.6	מימוש נכסים
								20.0	הנפקת זכויות
1.0	1.0	1.4	1.8	1.0	1.9	1.6	1.5	1.2	הכנסות מימון
267.5	42.6	51.1	55.1	6.7	61.4	40.0	65.6	68.5	סה"כ מקורות
שימושים									
1.4	1.4	1.4	1.9	1.9	1.9	4.1	5.7	6.6	תשלומים לבנקים
		17.5	64.7	2.6	42.4	26.7	47.5	32.8	תשלומי לבעלי אגרות החוב
4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	הנהלה וכלליות
				4.5	5.0	6.7	7.0	7.0	השקעות חדשות
5.9	5.9	23.5	71.1	13.6	53.8	42.0	64.7	50.9	סה"כ שימושים
359.0	97.4	60.7	33.0	49.0	55.9	48.3	50.2	49.3	יתרת סגירה
		0	17	79	79	118	140	181	יתרת חוב לבעלי האג"ח

בחנתי את סבירותה והיתכנותה של תחזית ההנהלה, כפי שהוצגה לי, את ההנחות שביסודה, את התאמת התוכנית לנתונים המופיעים בהערכות השמאי שבוצעו על ידי JLL ואת התוכניות העסקיות עליהן היא מתבססת. לאחר מכן, ביצעתי מספר התאמות לתחזית החברה, מטעמי שמרנות, במקומות שהיה ראוי לבצע תיקונים כאמור. תחזית תזרים המזומנים המלאה מפורטת בפרקים 5.2 ו-5.3 לחוות דעת זו. התזרים שמתקבל, הוא מעט יותר שמרני, ולפיו יתרת המזומנים בסוף 2017 צפויה להסתכם בכ-56 מיליוני יורו, ובמחצית 2018 צפויה להסתכם בכ-282 מיליוני יורו.

סיכום תזרים מזומנים צפוי לאחר התאמות 2013 - 2018

מיליוני יורו

1H-18	2H-17	1H-17	2H-16	1H-16	2H-15	1H-15	2H-14	1H-14	יתרת פתיחה
56.1	42.2	32.8	41.9	49.1	44.3	46.9	46.3	31.5	
מקורות									
5.3	6.0	6.0	5.7	5.7	7.1	8.8	8.3	10.1	הכנסות משכירות
224.6	26.1	31.3	38.2	0.0	51.4	29.6	55.4	34.0	מימוש נכסים
								20.0	הנפקת זכויות
1.7	0.5	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5	0.4	הכנסות מימון
231.6	32.6	37.6	44.3	6.1	59.0	38.9	64.2	64.6	סה"כ מקורות
שימושים									
1.4	1.4	1.4	1.9	1.9	3.3	4.1	5.7	6.6	תשלומים לבנקים
0.0	12.8	22.3	47.0	2.4	41.4	26.1	46.4	31.6	תשלומי לבעלי אגרות החוב
4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	הנהלה וכלליות
0.0	0.0	0.0	0.0	4.5	5.0	6.7	7.0	7.0	השקעות חדשות
5.9	18.7	28.3	53.4	13.3	54.2	41.4	63.7	49.8	סה"כ שימושים
281.7	56.1	42.2	32.8	41.9	49.1	44.3	46.9	46.3	יתרת סגירה
	0.0	12.5	33.8	78.3	78.3	116.0	137.8	178.5	יתרת חוב לבעלי האג"ח

5.2 מקורות

5.2.1 הזרמות בעלים

על פי תוכנית ההסדר, התזרים הצפוי מתבסס על כך שבמהלך 2014 יזרימו בעלי המניות לחברה סך של כ- 20 מיליוני יורו באמצעות הנפקת זכויות, בכוונת הנהלת החברה לפנות לבעלי המניות לביצוע הנפקת הזכויות. יובהר, כי אין ביכולת החברה להתחייב להזרמה כאמור.

5.2.2 תוכנית מימושים

נכון ליום 11 בנובמבר 2013, בקופת החברה יתרת מזומנים נזילה של כ-23.1 מיליוני יורו. בנוסף, לחברה מזומנים מוגבלים בסך של כ-10 מיליוני יורו. במהלך המחצית השנייה של 2013 החברה מימשה 3 נכסים: "פראג3" ו"רוזטוקי" שבצ'כיה, ו"אי החלומות" בבודפשט.

תוכנית המימושים מתבססת על מכירת 5 מרכזי קניות בטווח הקרוב, ו-5 קרקעות המיועדות לפיתוח בטווח הרחוק, כדלקמן: עד סוף שנת 2014, בכוונת החברה לממש 3 מ-7 מרכזי הקניות המאוכלסים שברשותה, ובראשם הקניון טורון בפולין, ששווי נאמד נכון לנובמבר 2013 בכ-94 מיליוני יורו, והמשמש כבטוחה להלוואה בנקאית, שיתרתה במועד המימוש המתוכנן, צפויה לעמוד על כ-47 מיליוני יורו. העודף התזרימי הצפוי על פי הנהלת החברה הינו כ-49.8 מיליוני יורו⁸. מכירת הקניון בקורגאון פארק נחתמה ב-13 בנובמבר 2013, וצפויה להזרים כ-18.5 מיליוני יורו במהלך 2014, בכפוף להתקיימות התנאים המתלים. בנוסף חלקה של החברה בקניון בריגה (50%) מיועד למכירה במחצית הראשונה של שנת 2014.

תוכנית המימושים עד 2018, תזרים נטו
מיליוני יורו

1H-18	2H-17	1H-17	2H-16	1H-16	2H-15	1H-15	2H-14	1H-14	Year	Total	Property	
							5.6	21.5	H1 2014	21.5	Riga (50%)	1
							49.8	12.5	H1 2014	18.1	Koregaon park Mall	2
									H2 2014	49.8	Torun	3
					13.0	13.0			2015	25.9	Varthur	
						10.6			2015	10.6	Suwalki	4
						5.0			2015	5.0	Casa Radio -Turbines	
						1.0			2015	1.0	Leszno	
					15.9				2015	15.9	Kragujevac	5
					8.0				2015	8.0	Iasi	
					6.0				2015	6.0	Lodz (resi)	
					4.0				2015	4.0	Targu Mures	
					3.0				2015	3.0	Kielce	
					1.5				2015	1.5	Hunedoara	
			30.7						2016	30.7	Visnjicka (Sport Star)	1
			7.5						2016	7.5	Cina	
		31.3							2017	31.3	Lodz (mall)	2
	26.1								2017	26.1	Timisoara	3
171.1									2018	171.1	Casa Radio - Whole	4
53.6									2018	53.6	Belgrade	5
224.6	26.1	31.3	38.2	0.0	51.4	29.6	55.4	34.0		491	כל המימושים	

עד סוף שנת 2015, בכוונת החברה לממש 2 מרכזי קניות נוספים: סוואלקי וקורגויאבץ. העודף התזרימי הצפוי במימוש קניונים אלה, לאחר החזר ההלוואה לבנק עומד על כ-11 וכ-16 מיליוני יורו בהתאמה. עד סוף 2015 העודף התזרימי המצטבר ממימוש

⁸ העודף במימוש חושב על פי מחיר מכירה של כ-97 מיליוני יורו. לאחרונה החברה הגיע להסכם עם שוכר מהותי חדש, הממוקם במרכז הקניון, ובשטח של כ-7% ממנו. הנהלת החברה צופה שיפור של כ-1 מיליון יורו בהכנסות משכירות בשנת 2014 לעומת שנת 2013, וכתוצאה מכך השבחה בשווי של הנכס.

Baker Tilly הינו שמה המסחרי של הורוביץ עידן סבו טבת & כהן טבח

נכסים צפוי להסתכם בכ-170 מיליוני יורו. מתוכם כ-75%, שהם כ-128 מיליוני יורו, מיועדים לתשלום על חשבון הקטנת הקרן הנדחית לבעלי אגרות החוב.

היתרה, מיועדת ברובה להשקעה בנכסיה האחרים של החברה ולהשבתם. בעיקר מדובר ב-5 נכסים: שלב א' של פרוייקט קאסה רדיו, וקרקות המיועדות להקמת מרכזי קניות בערים בלגרד שבסרביה (2 פרויקטים), לודג' שבפולין וטימישוארה שברומניה. הקמת המבנים על הקרקעות בנכסים אלו תמומן בעיקרה בהלוואות ליווי בניה בנקאיות. התזרים נטו הצפוי ממימוש נכסים אלו עומד על כ-170, 53, 31, 31 ו-26 מיליוני יורו בהתאמה. הערכות אלו מבוססות על האומדנים של השמאי JLL לערך הנכסים בסיום הבניה.

לגבי שאר המימושים המתוכננים, מדובר בדרך כלל בקרקעות המיועדות לפיתוח, אשר הנהלת החברה מעריכה כי אין כדאיות כלכלית להשקיע בהם בטווח הקרוב. הונח כי קרקעות אלה ימכרו בשווי התואם את הערכות השמאי, ובמועדים סבירים על פי הערכות הנהלה.

5.2.3 הכנסות משכירות

לחברה הכנסות נטו מהשכרת קניונים בסך של כ-20 מיליוני יורו בשנה. על פי תכנית המימושים של החברה, מרכזי הקניות בטורון, ריגה וקורגאון פארק, צפויים להמכר במהלך 2014, ומרכזי הקניות בסוואלקי שבפולין ובקרגוויץ שבסרביה צפויים להמכר בשנת 2015. החל מהמחצית הראשונה של שנת 2015 צפויות הכנסות מעסקת קומביניצייה מהנכס בצ'נאי בגובה של כ-7 מיליוני יורו בשנה. בסך הכל ההכנסות משכירות צפויות לרדת מכ-18 מיליוני יורו בשנת 2013 לכ-10 מיליוני יורו בשנת 2018, בעקבות מימוש נכסים.

הכנסות צפויות משכירות מיליוני יורו

2H-18	1H-18	2H-17	1H-17	2H-16	1H-16	2H-15	1H-15	2H-14	1H-14	מזומן בחברת הנכס ⁹	2H-13	1H-13	מרכז קניות
							1.7	1.7	1.7	1.7	1.6	1.5	Suwalki
1.1	1.1	1.0	1.0	0.9	0.9	0.8	0.8	0.6	0.6	0.4	0.4	0.4	Zgorzelec
									1.7	1.5	1.6	1.5	Riga (50%)
1.2	1.2	1.0	1.0	0.8	0.8	0.7	0.7	0.6	0.6	0.6	0.5	0.5	Liberec
									3.8	4.3	3.2	3.1	Torun
0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	2.1	2.1	1.7	1.7	2.7	1.7	2.2	Kragujevac
									0.4	0.4	0.4	-0.4	Koregaon Park
3.0	3.0	3.9	3.9	3.9	3.9	3.5	3.5	-	-				Chennai
5.3	5.3	6.0	6.0	5.7	5.7	7.1	8.8	8.3	10.1	11.4	9.3	8.7	סה"כ

5.2.4 הכנסות מימון

הונח כי יתרות הזכות שבקופת החברה מניבות תשואה בשיעור שנתי של כ-2%.

הכנסות מימון צפויות מיליוני יורו

2H-18	1H-18	2H-17	1H-17	2H-16	1H-16	2H-15	1H-15	2H-14	1H-14	
283.9	281.7	56.1	42.2	32.8	41.9	49.1	44.3	46.9	46.3	יתרת מזומנים בסוף תקופה
2.9	1.7	0.5	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5	0.4	הכנסות מימון צפויות

⁹ סכום של כ-1.4 מיליוני יורו מהקניין בטורון ניתן למשיכה בינואר 2014. שאר הסכומים בגובה של כ-10 מיליוני יורו, הם בגדר מזומנים מוגבלים.

Baker Tilly הינו שמה המסחרי של הורוביץ עידן סבו טבת & כחן טבח

5.3 שימושים

5.3.1 תשלום לבעלי אגרות החוב

תאור מפורט של התשלום לבעלי אגרות החוב מופיע בפרק 6 לחוות דעת זו. נכון להיום, יתרת הפתיחה המצרפית ל-3 הסדרות מסתכמת בכ-202 מיליוני יורו, ועל החברה לשלם קרן וריבית בסך של 99 מיליוני יורו עד לחודש יולי 2014.

לוח סילוקין מקורי - מצרפי של כל הסדרות, נכון לנובמבר 2013 מיליוני יורו

2H-17	1H-17	2H-16	1H-16	2H-15	1H-15	2H-14	1H-14	2H-13	
12.5	12.5	24.9	24.9	37.4	100.1	112.6	175.3	202.1	יתרת פתיחה
0.3	0.3	0.6	0.6	0.8	2.5	2.8	4.5	5.3	תשלומי ריבית
12.5	0.0	12.5	0.0	12.5	62.7	12.5	62.7	26.8	תשלומי קרן
0.0	12.5	12.5	24.9	24.9	37.4	100.1	112.6	175.3	יתרת סגירה
12.8	0.3	13.0	0.6	13.3	65.3	15.3	67.2	32.1	סה"כ תשלומים

בקצרה, על פי ההסדר המוצע, יתרת הקרן ל-3 השנים הקרובות תדחה ב-3 שנים, ויתרת הקרן שבדחייה תישא תוספת ריבית של 1.5%. תשלומי הריבית שהיו אמורים להיות משולמים בסוף 2013 יתווספו ליתרת הקרן. ב-3 השנים הקרובות החברה תשלם ריבית חצי שנתי בגובה של כ-6.8 מיליוני יורו, ויתרת הקרן תסולק בשנים 2016 – 2018.

"לוח סילוקין חדש" - מצרפי של כל הסדרות, על פי הצעת ההסדר מיליוני יורו

2H-18	1H-18	2H-17	1H-17	2H-16	1H-16	2H-15	1H-15	2H-14	1H-14	2H-13	
12.9	77.4	102.8	167.2	207.4	207.4	207.4	207.4	207.4	207.4	202.1	יתרת פתיחה
0.4	2.6	3.3	5.5	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8	5.3	תשלומי ריבית
12.9	64.4	25.4	64.4	40.2							סה"כ תשלומי קרן
0.0	12.9	77.4	102.8	167.2	207.4	207.4	207.4	207.4	207.4	207.4	יתרת סגירה
13.3	67.0	28.7	69.9	47.0	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8	0.0	סה"כ תשלומים

בנוסף, בכל עת שהחברה תממש את נכסיה, 75% מהתזרים הפנוי מכל מימוש, ישמש לפירעון אגרות החוב מכל הסדרות, פרו-ראטה ליתרת הקרן הבלתי מסולקת שבדחייה. על פי תוכנית המימושים של החברה, התוצאה היא שכ-128 מיליוני יורו מיתרת הקרן ישולמו בשנים 2014-2015 וכ-79 מיליוני יורו יוחזרו בשנים 2016 - 2017. ככל שתוכנית המימושים לא תתקיים כמתוכנן, תוחזר הקרן בכל מקרה על פי "לוח הסילוקין החדש" לעיל. הכל כמפורט בפרק 6 לחוות דעת זו.

לוח סילוקין חדש – כולל הקדמת תשלומים על פי תכנית המימושים מיליוני יורו

2H-17	1H-17	2H-16	1H-16	2H-15	1H-15	2H-14	1H-14	2H-13	
12.5	34.4	79.4	79.4	118.0	140.2	181.8	207.4	202.1	יתרת פתיחה
0.3	1.0	2.4	2.4	3.7	4.5	5.9	6.8	5.3	תשלומי ריבית
12.5	21.9	45.0	0.0	38.6	22.2	41.6	25.6		תשלומי קרן
0.0	12.5	34.4	79.4	79.4	118.0	140.2	181.8	207.4	יתרת סגירה
12.8	22.9	47.5	2.4	42.3	26.7	47.5	32.4	0.0	סה"כ תשלומים

5.3.2 תשלום לבנקים

בהתאם להנחות המימושים לעיל, יתרת התשלומים לבנקים עבור קרן וריבית מסתכמת בכ-12 מיליוני יורו בשנת 2014, ולאחר מכן התשלום השנתי לבנקים בגין קרן וריבית מצטמצם לכ-3 עד 4 מיליוני יורו בשנה.

תשלומים צפויים לבנקים 2013 - 2018

מיליוני יורו

	2H-18	1H-18	2H-17	1H-17	2H-16	1H-16	2H-15	1H-15	2H-14	1H-14		
Liberec 1	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	קרן	
	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	ריבית	
Kragujevac 2							0.7	0.7	0.7	0.6	קרן	
							0.7	0.7	0.9	1.0	ריבית	
Zgorzelec 3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	0.0	קרן	
	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	ריבית	
Cina 4					0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.1	קרן	
					0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.1	ריבית	
Riga 50% 5										0.5	קרן	
										0.5	ריבית	
Torun 6									0.6	0.6	קרן	
									0.9	0.9	ריבית	
Suwalki 7							0.4	0.4	0.4	0.4	קרן	
							0.3	0.3	0.5	0.5	ריבית	
Hawker 400xp 8	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	קרן	
	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	ריבית	
Valley View 9	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	קרן	
	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	ריבית	
סה"כ קרן	0.8	0.8	0.8	0.8	1.0	1.0	1.7	2.1	2.7	2.8		
סה"כ ריבית	0.7	0.7	0.7	0.7	0.9	0.9	1.6	2.0	3.0	3.8		
סה"כ תשלומים לבנקים	1.4	1.4	1.4	1.4	1.9	1.9	3.3	4.1	5.7	6.6		

5.3.3 הנהלה וכלליות

בשנים 2009 - 2011 הסתכמו הוצאות ההנהלה וכלליות בסך של כ-16 מיליוני יורו. מתוך כך, כמחצית בגין הוצאות שכר, ההוצאות בגין שירותים מקצועיים היוו כ-25%. בשנים האחרונות החלה החברה בתהליך התייעלות, וההוצאות הצטמצמו בכ-25% לכ-12.7 מיליוני יורו. בשנת 2013 הוצאות ההנהלה וכלליות צפויות להסתכם בכ-11 מיליוני יורו. בכוונת החברה להמשיך ולצמצם הוצאות אלה לקצב שנתי של כ-9 מיליוני יורו החל משנת 2014 ואילך. בשנים עברו התקורה כללה משרדים ופעילות בכ-12 מדינות, כולל בארה"ב עם מאזן מאוחד של מעל מיליארד אירו. כיום החברה פעילה ב-9 מדינות.

פלאזה סנטרס, הוצאות ההנהלה וכלליות 2009 - 2012

אלפי יורו

	2012	2011	2010	2009	
שכר ונלוות	5,743	8,472	7,661	7,543	
פחת והפחתות	403	630	1,086	1,007	
שירותים מקצועיים	4,366	4,317	3,721	4,478	
נסיעות	891	1,077	968	1,233	
שכ"ד ומשרדיות	934	1,038	1,077	1,461	
אחר	412	887	768	931	
סה"כ הנהלה וכלליות	12,749	16,421	15,281	16,653	
שינוי	-22%	7%	-8%		

5.3.4 השקעות חדשות

בכוונת החברה, להשקיע את יתרת המזומנים הפנויה שתיווצר ממימוש הנכסים ושלא תשולם למחזיקי האג"ח בפיתוח הקרקעות שברשותה, ובעיקר בשני נכסים בבלגרד, סרביה, נכס בלודג', פולין ונכס בטימישווארה, רומניה.

השקעות הון עצמי 2013 - 2018

מיליוני יורו

1H-16	2H-15	1H-15	2H-14	1H-14	סה"כ	Equity Investments
		2.7	2.0		4.7	Lodz (mall)
				0.5	0.5	Casa Radio
		4.0	4.0		8.0	Timisoara
				0.5	0.5	Cina
4.5	5.0				9.5	Belgrade
				6.0	6.0	Sport Star
			1.0		1.0	כללי
4.5	5.0	6.7	7.0	7.0	30.2	סה"כ

בנוסף, דרושה השקעה של עשרות מיליוני יורו בנכס המרכזי קאסה רדיו שברומניה. החברה בוחנת בין השאר את האפשרות לקחת הלוואה בנקאית בהיקף כספי גדול שתצמצם את הצורך בהשקעת הון עצמי נוסף, או לחילופין להכניס שותף שישקיע בפרויקט.

5.4 סיכום התזרים

על פי ההנחות לעיל בסוף שנת 2017 צפויה לחברה יתרת מזומנים חיובית של כ-60 מיליוני יורו. ככל שהחברה תצליח לעמוד בתוכנית המימושים שלה גם בשנת 2018, ותממש את נכס קאסה רדיו ונכס בבלגרד בשווי המתוכנן, יתרת המזומנים בסוף שנת 2018 צפויה לעמוד על כ-284 מיליוני יורו.

סיכום תזרים מזומנים צפוי 2013 - 2018

מיליוני יורו

2H-18	1H-18	2H-17	1H-17	2H-16	1H-16	2H-15	1H-15	2H-14	1H-14	End of 2013	
											יתרת פתיחה
											23.0
											10.0
											יתרת פתיחה
281.7	56.1	42.2	32.8	41.9	49.1	44.3	46.9	46.3	31.5	33.0	
											מקורות
5.3	5.3	6.0	6.0	5.7	5.7	7.1	8.8	8.3	10.1		הכנסות משכירות
	224.6	26.1	31.3	38.2	0.0	51.4	29.6	55.4	34.0		מימוש נכסים
									20.0		הנפקת זכויות
2.8	1.7	0.5	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5	0.4		הכנסות מימון
8.1	231.6	32.6	37.6	44.3	6.1	59.0	38.9	64.2	64.6		סה"כ מקורות
											שימושים
1.4	1.4	1.4	1.4	1.9	1.9	3.3	4.1	5.7	6.6		תשלומים לבנקים
		12.8	22.3	47.0	2.4	41.4	26.1	46.4	31.6		תשלומי לבעלי אגרות החוב
4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	1.5	הנהלה וכלליות
					4.5	5.0	6.7	7.0	7.0		השקעות חדשות
5.9	5.9	18.7	28.3	53.4	13.3	54.2	41.4	63.7	49.8	1.5	סה"כ שימושים
283.9	281.7	56.1	42.2	32.8	41.9	49.1	44.3	46.9	46.3	31.5	יתרת סגירה

5.5 שווי NAV צפוי

תחת הנחות ההסדר המוצע, בשנת 2015 יותרו בידי החברה נכסים בשווי הוגן מוערך בכ-350 מיליוני יורו, ומזומן בשווי של כ-50 מיליוני יורו. יתרת החוב לבעלי האג"ח ולבנקים צפויה להסתכם בכ-78 ו-51 מיליוני יורו בהתאמה. השווי הנכסי הנקי הצפוי עומד על כ-265 מיליוני יורו נכון לסוף שנת 2015. בסוף שנת 2018 שווי זה צפוי להסתכם בכ-380 מיליוני יורו, וזאת בהנחה שארבעת הפרויקטים הגדולים שבפיתוח אכן יתבצעו וימכרו במחיר המוערך על ידי השמאי JLL.

שווי נכסי נקי (NAV) צפוי 2015-2018 מיליוני יורו

NAV עתידי צפוי	31/12/2015	31/12/2018
יתרת מזומן	49	184
נכסים		
Casa Radio Ph I	128.0	
Sport Star	20.1	
Timisoara	18.7	
Belgrade	16.8	
Lodz (mall)	12.4	
Cina	8.0	
Casa Radio Ph II + III	27.5	27.5
Zgorzelec	20.0	20.0
Liberec	19.5	19.5
Pireas	15.7	15.7
Constanta	9.6	9.6
Chennai	9.0	9.0
Arena Extension	8.3	8.3
Miercurea Ciuc	6.7	6.7
Valley View	6.2	6.2
Joe's Island Kochi	4.3	4.3
Shumen	4.2	4.2
David House	4.0	4.0
Uj Udvar	2.8	2.8
Palaazo Ducale	2.0	2.0
Krusevac	2.0	2.0
Slatina	1.6	1.6
Hawker 400xp	1.4	1.4
סה"כ נכסים¹⁰	349	145
סה"כ נכסים ומזומן	398	429
התחייבויות		
הלוואות מבנקים	51	48
יתרת אג"ח	78	0
סה"כ הלוואות	130	48
תקורה	7	7
שווי נכסי נקי (NAV) צפוי	261	374

¹⁰ הערכה זו היא לצורך המחשה בלבד, והיא מתבססת על ההנחה, שערכם של כל הנכסים לא ישתנה עד לשנת 2018. בפועל, ערכם של חלק מהנכסים צפוי לעלות, בעוד שערכם של נכסים אחרים צפוי להשחק.

Baker Tilly הינו שמה המסחרי של הורוביץ עידן סבו טבת & כהן טבח

פרק 6: התשלום לבעלי אגרות החוב

ההסדר מציע לבעלי אגרות החוב, פניה לבעלי המניות לצורך הזרמה של הון עצמי מחד, דחייה של התשלומים מאידך, ופיצוי בריבית ובמכשירים הוניים. בנוסף על פי ההסדר המוצע, יחול מנגנון הקדמת תשלומים לבעלי אגרות החוב בהתאם למימוש נכסים בפועל וחילוץ תזרים מזומנים חיובי. פרק זה בוחן את המשמעות הכלכלית עבור מחזיקי אגרות החוב.

6.1 דחיית החוב ופיצוי בריבית

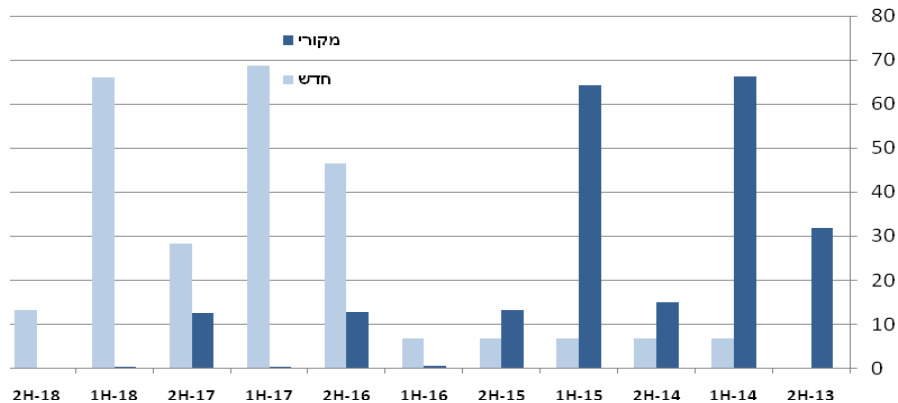
- תשלומי הקרן הצפויים ב-3 השנים הקרובות יידחו ב-3 שנים באופן פרופורציוני. כלומר תשלום דצמבר 2013 יידחה לדצמבר 2016 וכך הלאה, עד תשלום דצמבר 2015 שיידחה לחודש דצמבר 2018.
- הריבית שהיתה אמורה להיות משולמת בחודשים נובמבר ודצמבר 2013 בגובה של כ-5.3 מיליוני יורו, לא תשולם ותתווסף ליתרת הקרן שבדחייה.
- בסה"כ חובות המהווים כ-180 מיליוני יורו יידחו ב-3 שנים באופן פרופורציוני, מתוך סך החובות בגובה של כ-204 מיליוני יורו (כולל ריבית שנצברה).
- שני התשלומים האחרונים לאג"ח א', המתוכננים לחודשים דצמבר 2016 ודצמבר 2017, בגובה של כ-12 מיליוני יורו (59 מיליוני ₪) כל אחד – ישולמו במועד המקורי.
- התשלום לאג"ח הפולני בסך של כ-14.3 מיליוני יורו, שמועדו הוא ה-18 בנובמבר 2013 יידחה לחודש נובמבר 2016 החל מה-1/1/2014 תתווסף ריבית שנתית של 1.50% לכל סדרה, בגין יתרת החוב שבדחייה.
- החל מינואר 2014, ולאחר מועד סיום הליך ההסדר, הריביות תשולמנה כסדרן.

פיצוי בריבית

סדרת אג"ח	שיעור ריבית כיום	שיעור ריבית צפוי
אג"ח ישראלי סדרה א	מדד + 4.50%	מדד + 6.00%
אג"ח ישראלי סדרה ב	מדד + 5.40%	מדד + 6.90%
אג"ח פולני	Wibor + 4.50%	Wibor + 6.00%

נכון להיום, יתרת הפתיחה המצרפית ל-3 הסדרות מסתכמת בכ-199 מיליוני יורו, ועל החברה לשלם קרן וריבית בסך של 95 מיליוני יורו עד לחודש יוני 2014. על פי המתווה המוצע, סך התשלומים לבעלי אגרות החוב, כולל קרן וריבית יגדל מכ-220 מיליוני יורו לכ-260 מיליוני יורו. החלק הארי של החוב יידחה ב-3 שנים. המועד הסופי לפירעון ידחה בשנה מדצמבר 2017 לדצמבר 2018.

תזרים מצטבר לכל אגרות החוב, מקורי ולאחר הדחייה



Baker Tilly הינו שמה המסחרי של הורוביץ עידן סבו טבת & כהן טבח

6.2 מנגנון הקדמה

החברה מתכננת לממש 19 נכסים מתוך 30 הנכסים שבידה. השווי ההוגן נטו של הנכסים המיועדים למימוש מוערך בכ-356 מיליוני יורו, והשווי ההוגן נטו של הנכסים שאינם מיועדים למימוש מוערך בכ-63 מיליוני יורו. התמורה נטו ממימוש הנכסים צפויה לעמוד על כ-490 מיליוני יורו. בכל אחת מ-4 השנים הקרובות צפוי תזרים חיובי של כ-60 עד 80 מיליוני יורו בשנה. (ראה בפרק 5.3 לתכנית המימושים המלאה)

סיכום מימושים צפויים מיליוני יורו

שנה	2014	2015	2016	2017	2018	סה"כ
מימוש נטו צפוי	89.4	81.0	38.2	57.4	224.6	491

בעת מימוש נכס, 75% מהתזרים נטו יועבר לבעלי אגרות החוב על חשבון הקטנת יתרת הקרן הנדחית. התשלום יחולק בין הסדרות פרו-ראטה ליתרת הקרן הנדחית הבלתי מסולקת. כך שכ-21% מסך כל מימוש ישולם כהחזר על חשבון הקרן לסדרה א', כ-71% מסך כל מימוש ישולם כהחזר על חשבון הקרן לסדרה ב', וכ-8% לאג"ח הפולני.

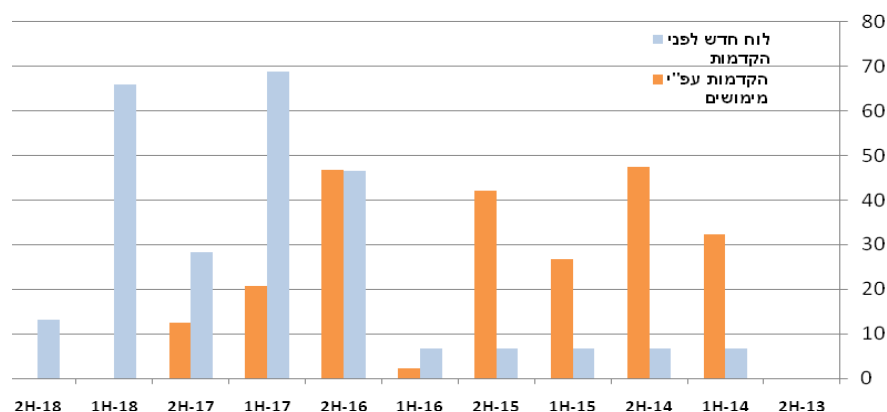
מנגנון פרו-ראטה

סדרה	אגח א'	אגח ב'	אגח פולני
שיעור החזר בשנה הראשונה	21.0%	70.8%	8.2%

על פי תוכנית המימושים של החברה, ובהתאם למנגנון הקדמת התשלומים, התוצאה היא שכ-128 מיליוני יורו מיתרת הקרן ישולמו בשנים 2014-2015 וכ-79 מיליוני יורו יוחזרו בשנים 2016-2017.

לוח סילוקין חדש לפני ואחרי הפעלת מנגנון הקדמת תשלומים.

מיליוני יורו



6.3 התזרים החדש לבעלי אגרות החוב

6.3.1 סדרה א

התשלומים המקוריים לסדרה א' הינם 5 תשלומים בגובה של כ-12.5 מיליוני יורו כל אחד החל מדצמבר 2013 ועד לחודש דצמבר 2018. לאחר הדחייה, ישולמו 2 תשלומים של כ-25 מיליוני יורו בשנים 2016 ו-2017 ותשלום של 12.5 מיליוני יורו בשנת 2018. בעת הפעלת מנגנון מימושים, 75% מיתרת המימוש תשלום לכל הסדרות, מתוכם כ-21.3% ישולמו לסדרה א. הריבית החדשה לאחר הפיצוי בגובה 1.5% הינה 6.0%, בגין חלקו של החוב שבדחייה.

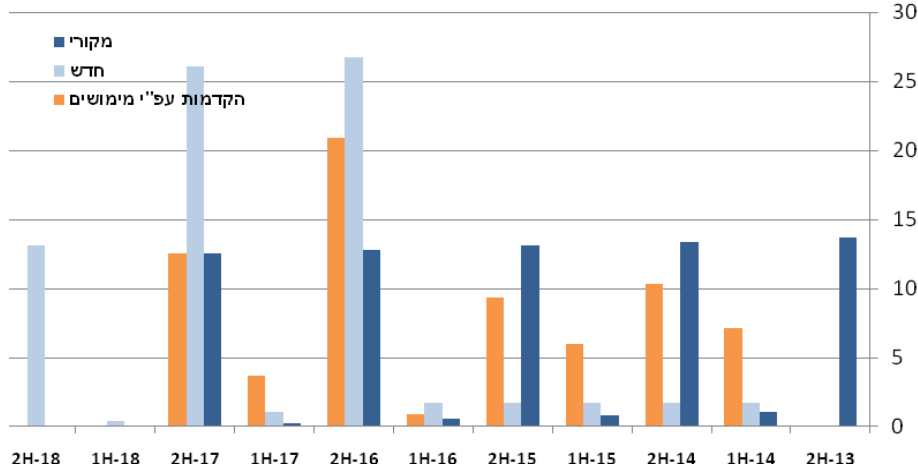
אגח א' - לוח סילוקין חדש אחרי הפעלת מנגנון הקדמת תשלומים

מיליוני יורו

תאריך	לוח סילוקין מקורי				לוח חדש עם מימושים			
	יתרת פתיחה	תשלומי ריבית	תשלומי קרן	סה"כ תשלומים	יתרת פתיחה	תשלומי ריבית	תשלומי קרן	סה"כ תשלומים
31/12/2013	62.4	1.4	12.5	13.9	62.4	1.4	0.0	0.0
01/07/2014	49.9	1.1		1.1	63.8	1.7	5.4	7.1
31/12/2014	49.9	1.1	12.5	13.6	58.4	1.6	8.8	10.3
01/07/2015	37.4	0.8		0.8	49.6	1.3	4.7	6.0
31/12/2015	37.4	0.8	12.5	13.3	44.9	1.2	8.1	9.3
01/07/2016	24.9	0.6		0.6	36.8	0.9	0.0	0.9
31/12/2016	24.9	0.6	12.5	13.0	36.8	0.9	20.5	21.4
01/07/2017	12.5	0.3		0.3	16.3	0.4	3.9	4.3
31/12/2017	12.5	0.3	12.5	12.8	12.5	0.3	12.5	12.8

אגח א' - לוח סילוקין מקורי וחדש, לפני ואחרי הפעלת מנגנון הקדמת תשלומים

מיליוני יורו



6.3.2 סדרה ב

התשלומים המקוריים לסדרה ב' הינם 2 תשלומים בגובה של כ-63 מיליוני יורו כל אחד החל מיולי 2014 ועד לחודש יולי 2015. לאחר הדחייה, ישולמו 2 התשלומים בשנים 2017 ו-2018. בעת הפעלת מנגנון מימושים, 75% מיתרת המימוש ישולמו לכל הסדרות, מתוכם כ-70.5% ישולמו לסדרה ב'. הריבית החדשה לאחר הפיצוי בגובה 1.5% הינה 6.9%.

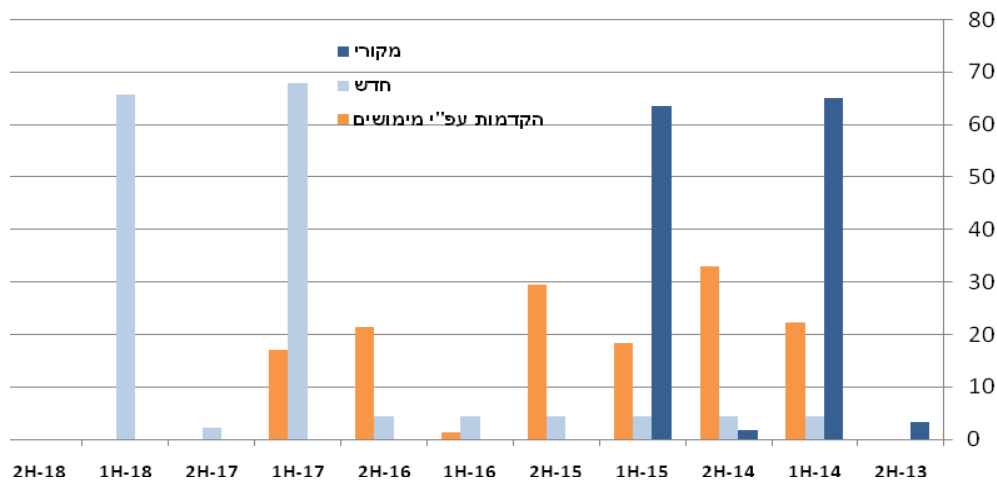
אגח ב'- לוח סילוקין מקורי, ולוח חדש אחרי הפעלת מנגנון הקדמת תשלומים

מיליוני יורו

תאריך	לוח סילוקין מקורי				לוח חדש עם מימושים			
	יתרת פתיחה	תשלומי ריבית	תשלומי קרן	סה"כ תשלומים	יתרת פתיחה	תשלומי ריבית	תשלומי קרן	סה"כ תשלומים
31/12/2013	125.4	3.4		3.4	125.4	3.4	0.0	0.0
01/07/2014	125.4	3.4	62.7	66.1	128.8	4.4	18.1	22.5
31/12/2014	62.7	1.7		1.7	110.7	3.8	29.4	33.2
01/07/2015	62.7	1.7	62.7	64.4	81.3	2.8	15.7	18.5
31/12/2015					65.6	2.3	27.3	29.6
01/07/2016					38.3	1.3	0.0	1.3
31/12/2016					38.3	1.3	20.3	21.6
01/07/2017					18.1	0.6	18.1	18.7
31/12/2017								

אגח ב' - לוח סילוקין מקורי וחדש, לפני ואחרי הפעלת מנגנון הקדמת תשלומים

מיליוני יורו



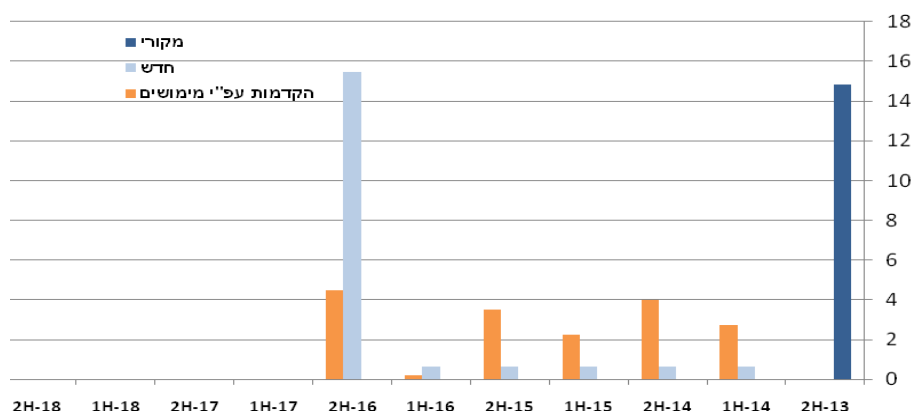
6.3.3 אגח פולני

אג"ח זה היה אמור להיפרע במלואו ב-18 בנובמבר 2013. על פי ההסדר המוצע, תשלום זה נדחה לחודש נובמבר 2016. על פי הנחת המימושים, ומנגנון הקדמת תשלומים, רב יתרת הקרן תפרע לפני סוף שנת 2015. הריבית החדשה לאחר הפיצוי בגובה 1.5% הינה $Wibor + 6\%$.

אגח פולני - לוח סילוקין מקורי וחדש אחרי הפעלת מנגנון הקדמת תשלומים מיליוני יורו

תאריך	לוח סילוקין מקורי				לוח חדש עם מימושים			
	יתרת פתיחה	תשלומי ריבית	קרן תשלומי	סה"כ תשלומים	יתרת פתיחה	תשלומי ריבית	סה"כ תשלומי קרן	סה"כ תשלומים
31/12/2013	14.3	0.5	14.3	14.8	14.3	0.5	0.0	0.0
01/07/2014					14.8	0.6	2.1	2.7
31/12/2014					12.7	0.6	3.4	4.0
01/07/2015					9.3	0.4	1.8	2.2
31/12/2015					7.5	0.3	3.2	3.5
01/07/2016					4.3	0.2	0.0	0.2
31/12/2016					4.3	0.2	4.3	4.5

אגח פולני - לוח סילוקין מקורי וחדש, לפני ואחרי הפעלת מנגנון הקדמת תשלומים מיליוני יורו



6.3.4 הגדלת תשלומים

עפ"י ההסדר המוצע, סך התשלומים למחזיקי האג"ח יגדלו בעקבות הדחייה ובעקבות הגדלת הריבית מכ-220 מיליוני יורו לכ-260 מיליוני יורו. תחת הנחת המימושים והקדמת התשלומים, יסתכמו סך התשלומים למחזיקי אגרות החוב בכ-235 מיליוני יורו.

סה"כ תשלומים לבעלי אגרות החוב: לוח מקורי, חדש, ולאחר הקדמה בגין מימושים

מיליוני יורו

	לוח מקורי	חדש ללא מימושים	חדש עם מימושים
אגח א	69.4	77.0	72.0
אגח ב	135.6	164.4	145.4
אגח פולני	14.8	18.7	17.1
סה"כ	219.8	260.1	234.6

6.4 שווי התזרים

6.4.1 שיעור היות

כדי לחשב את שווי התזרים החדש המהווה יש לקבוע מהו שיעור ההיות הראוי.

מכיוון שהחברה נמצאת במצב של קושי תזרימי, אגרות החוב הנוכחיות נסחרות במחירים המשקפים תשואה של 31% עבור אג"ח א' ו-50% עבור אג"ח ב'. אפשר להניח שהתשואה הגלומה באג"ח מסדרה א' בגובה 31% מהווה רף עליון לשיעור ההיות הראוי לאחר ההסדר. שימוש במודל WACC המשקלל את סיכון ההון עם סיכון החוב על פי שיעורי התשואה בהם נסחרות אגרות החוב של החברה, עלול להוביל לתוצאה מוטעה כלפי מעלה, ולכן, לדעתי, איננו רלבנטי למקרה זה.

לחילופין, ניתן להשתמש בסיכון החוב הענפי, שייגזר מתשואה ממוצעת של אגרות חוב של חברות בענף המגלמות, לכאורה, סיכון דומה לזה של החברה. לדעתי קיים קושי בקבלת מדגם מייצג כאמור, שיישקף נכונה את מרכיב הסיכון של החברה, כך שגם שימוש בשיעור תשואה ענפי, גם הוא עלול להוביל לתוצאה שגויה והפעם בהטיה כלפי מטה ולכן גם הוא איננו רלוונטי למקרה זה. לחילופין, ניתן להשתמש במדגם של "שערי ריבית" עבור אג"ח שיקלי (NR3). המח"מ החדש אחרי מימושים הינו 2.5 לסדרה א' ו-2.0 לסדרה ב' ולאג"ח הפולני. על פי מדגם שערי ריבית, התשואה על החוב, למח"מ זה הינה 29%-25% בהתאמה.

שיעור ההיות אמור לשקף את רמת הסיכון עבור בעלי אגרות החוב. לאחר ההסדר, אגרות החוב תסחרנה בבורסה בתל אביב, בתשואות שיקבעו על ידי כוחות השוק, שאמורות לשקף את הסיכון הגלום עבור בעלי אגרות החוב לאחר ההסדר. יש להניח שלאחר ההסדר רמת הסיכון של אגרות החוב תרד. להערכתי, שיעור היות בטווח של 15% עד 25% ייחשב כסביר.

בחוות דעת זו, לצורך גילום הסיכון, השתמשתי בשיעור היות של 20%.

6.4.2 שווי התזרים

שווי התזרים החדש של אג"ח א' מהוון ל-13 בנובמבר 2013 על פי שיעור היות של 20% הינו כ- **46.3 מיליוני יורו**. זאת בהשוואה לשווי סחיר של כ-41 מיליוני יורו לאותו יום (כ-200 מיליוני ₪).
שווי התזרים החדש של אג"ח ב' מהוון ל-13 בנובמבר 2013 על פי שיעור היות של 20% הינו כ- **103.6 מיליוני יורו**. זאת בהשוואה לשווי סחיר של כ-83 מיליוני יורו לאותו יום (כ-400 מיליוני ₪).
שווי התזרים החדש של האג"ח הפולני מהוון ל-13 בנובמבר 2013 על פי שיעור היות של 20% הינו כ- **12.4 מיליוני יורו**. זאת לעומת שווי תיאורטי של כ-10 מיליוני יורו¹¹.

בסך הכל שווי התזרים המצרפי של כל הסדרות הינו כ-162 מיליוני יורו. ככל שהחברה תצא מהמצב של דיסטרוס, ורמת הוודאות של המימושים תעלה, ובעקבותיה תעלה גם רמת הוודאות של התשלומים לבעלי אגרות החוב, ניתן יהיה להשתמש בשיעורי היות נמוכים יותר, והערך עבור מחזיקי האג"ח יעלה בהתאם.

למשל עבור שימוש בשיעור היות של 15%, מתקבל שווי של כ-176 מיליוני יורו. (51.2, 111.8 ו-13.3 מיליוני יורו בהתאמה).
בערכים נומינאליים, אין שינוי בשווי כל סדרות האג"ח, ושוויים הנומינאלי נשאר כ-207 מיליוני יורו, כלומר אין תספורת.

¹¹ האג"ח הפולני אינו סחיר ואין לו שווי שוק. השווי התיאורטי חושב על פי הפרופורציה של השווי שוק של שתי אגרות החוב האחרות לעומת ערך הפארי שלהן. שתי אגרות החוב הישראליות נסחרות ביחס של 67%-68% מערך הפארי שלהן בהתאמה. יש להניח שאילו האג"ח הפולני היה סחיר, המשקיעים היו מתמחרים את הסיכון בדומה לתמחור של האג"ח הסחיר והשווי שלו היה כ-67% מ-14.8 מיליוני יורו.

Baker Tilly הינו שמה המסחרי של הורוביץ עידן סבו טבת & כחן טבח

6.4.3 ניתוח רגישות

השווי המחושב, רגיש לשינויים בהנחת שיעור ההיוון כמתואר בטבלאות הרגישות להלן:

שווי אג"ח א' לאחר הפריסה. רגישות לשיעור ההיוון

יורו

31/12/2013	היוון לתאריך		13/11/2013		
	30/11/2013				
57.6	57.1	56.9	10%	שיעור ההיוון	
54.7	54.2	53.9	12.5%		
52.1	51.5	51.2	15%		
47.5	46.7	46.3	20%		
43.5	42.7	42.2	25%		
39.5	38.6	38.1	31%		
37.1	36.2	35.7	35%		

שווי אג"ח ב' לאחר הפריסה. רגישות לשיעור ההיוון

יורו

31/12/2013	היוון לתאריך		13/11/2013		
	30/11/2013				
122.8	121.8	121.3	10%	שיעור ההיוון	
118.2	117.0	116.4	12.5%		
113.9	112.5	111.8	15%		
106.1	104.4	103.6	20%		
99.3	97.4	96.4	25%		
92.2	90.1	88.9	31%		
88.0	85.8	84.6	35%		

שווי אג"ח פולני לאחר הפריסה. רגישות לשיעור ההיוון

יורו

31/12/2013	היוון לתאריך		13/11/2013		
	30/11/2013				
14.6	14.5	14.4	10%	שיעור ההיוון	
14.0	13.9	13.8	12.5%		
13.5	13.4	13.3	15%		
12.7	12.5	12.4	20%		
11.9	11.6	11.5	25%		
11.0	10.8	10.7	31%		
10.6	10.3	10.1	35%		

6.4.4 שווי האופציות

החברה תעניק אופציות בגובה 9.99% מהון המניות המונפק ונפרע לבעלי אגרות החוב פרו ראטה ליתרת הקרן הבלתי מסולקת כמתואר לעיל. הטווח המקסימאלי לפידיון יהיה 4 שנים ומחיר המימוש 25 פני בשנתיים הראשונות ו-30 פני בשנתיים שלאחריהן. לאחר ההודעה על ההסדר, מחיר המניה צנח לכ-7 פני למניה. בשל השווי הזניח של חבילת האופציות תחת מחיר המניה הנוכחי, התעלמתי משווי החבילה לבעלי אגרות החוב בחוות דעת זו.

6.4.5 שווי אגרות החוב לאחר ההסדר

שווי אגרות החוב על פי ההסדר המוצע הינו כ-46.3 מיליוני יורו לסדרה א', כ-103.6 מיליוני יורו לסדרה ב' וכ-12.4 מיליוני יורו לאג"ח הפולני. ובסה"כ כ-162 מיליוני יורו. תחת הנחת שיעור היתון של 15%, שווי זה עשוי לעלות לכ-176 מיליוני יורו. שווי זה רגיש לשינויים בהנחות כמו שיעור ההיתון והתממשות בפועל של תוכנית המימושים.

שווי אגרות החוב לאחר ההסדר
מיליוני יורו

סה"כ	פולני	אגח ב	אגח א	
176.2	13.3	111.8	51.2	שווי תזרים חדש בשיעור היתון 15%
162.3	12.4	103.6	46.3	שווי תזרים חדש בשיעור היתון 20%
134.1	9.9	83.3	40.9	שווי אג"ח סחיר ביורו ¹² 13.11.2013
28.4	3.0	20.2	5.5	עודף על פני שווי סחיר
33%	39%	35%	26%	שיעור היתון ל Even Break

¹² לגבי שווי סחיר של האג"ח הפולני, ראה הערה בפרק 6.4.2
 Baker Tilly הינו שמה המסחרי של הורוביץ עידן סבו טבת & כהן טבח

פרק 7: חלופת הפירוק

תחת הנחת הפירוק, הנכסים ימומשו על פי שווים במימוש מהיר. הערכות הנכסים במימוש מהיר התקבלו מהשמאי JLL ליום 13 בנובמבר 2013. מסכום זה יש לנכות את הוצאות הפירוק בשיעור של כ-6% משווי הנכסים, את החוב החיצוני של החברה והתחייבויות נוספות כגון התחייבויות בגין סיום יחסי עובד מעביד. הונח, בהתאם להערכות השווי של JLL כי הנכסים ימומשו בתוך 6 חודשים. לחישוב הערך הנוכחי של שווי הנכסים במימוש מהיר נעשה היום ל-6 חודשים שימוש בשיעור היום של 20%.

שווי מניות פלאזה בפירוק נאמד בערך **שילי** של כ-40 מיליוני יורו.

תזרים בפירוק מיליוני יורו

31/12/2013	
33	יתרת פתיחה
167	מימושים
200	סה"כ נכסים ומזומן

הוצאות

25	הוצאות פירוק בשיעור 6% מהנכסים
9	הנהלה וכלליות לשנה
166	סיכום ביניים
203	חוב חברה (אג"ח) ¹³
-37	סיכום ביניים
2.6	מקדמות דירים

שווי מניות בפירוק -40

אולם, תחזית זו מבוססת בין השאר על מימוש של פרויקט קאסה רדיו בתוך 6 חודשים במחיר מימוש מהיר של כ-80 מיליוני יורו. להערכתי, ועל סמך מידע שהתקבל מהנהלת החברה, ההיתכנות של מימוש נכס מסוג זה שבו השותף המרכזי הוא ממשלת רומניה, בתוך שישה חודשים איננה גבוהה.

הואיל ומדובר בפרויקט בסדר גדול של מאות מיליוני יורו, הכולל קרקע בחכירה, והמעוגן בהסכם שותפות עם הממשלה PPP (Public private partnership) ובשל העובדה כי בשנים האחרונות לא בוצעו ברומניה עסקאות לרכישת קרקע בסכומים אדירים בסדר גודל כזה, ההנחה שאפשר יהיה לממש את הפרויקט תמורת 80 מיליוני יורו בתוך 6 חודשים נראית בלתי סבירה.

בהתאם לכך בוצעה הפחתה נוספת לשווי מניות החברה על פי תרחיש המימוש המהיר והפירוק. שווי מניות פלאזה בפירוק המתוקן נאמד בערך **שילי** של כ-70 מיליוני יורו.

תזרים בפירוק מיליוני יורו

31/12/2013	
-40	שווי מניות בפירוק עפ"י המודל
-30	הפחתה נוספת בגין הסיכויים הנמוכים למימוש המהיר של פרויקט קאסה רדיו במחיר של 80 מיליוני יורו כפי שהעריך השמאי לאסל
-70	שווי מניות בפירוק מתוקן

¹³ בניכוי אג"ח באוצר החברה

Baker Tilly הינו שמה המסחרי של הורוביץ עידן סבו טבת & כהן טבח

פרק 8: פרטי השכלתי וניסיוני

סלע קולקר

השכלה

2010 - 2006	MBA תואר שני במנהל עסקים מאוניברסיטת תל אביב. התמחות במימון.
2001 - 1998	BA תואר ראשון בכלכלה וניהול, מאוניברסיטת תל אביב.

רקע בהוראה

2012 –	מרצה בתואר שני, במסלול האקדמי של המכללה למנהל בקורס כלכלי
2010 – 2009	הרצאות לתלמידי תואר שני באוניברסיטת תל אביב, בתחומים של שוק ההון ותמחור אג"ח.
2002 – 2001	שיעורים בניהול פיננסי במסגרת "להב"

רקע תעסוקתי

2012 -	בִּיִּקֶר טִילִי. שותף, ומנהל את מחלקת "בִּיִּקֶר טִילִי פיננסים"
אחראי על צוות כלכלנים, ועל ביצוע הערכות שווי, תכניות עסקיות, בדיקות כלכליות, הערכות PPA, בחינות לירידת ערך, בניית תוכנית תגמול לנושאי משרה על פי תיקון 20 ועוד. משמש כיועץ כלכלי לנאמן בהקפאת הליכים הממונה על ידי בית משפט. משמש כיועץ כלכלי למפרק הממונה על ידי בית משפט. ניסיון בכתיבה של חוות דעת כלכליות לבית המשפט, ובפרט, כתיבת חוות דעת מומחה בהסדרי חוב על פי סעיף 350. משמש כיועץ לבעלי אגרות החוב במספר חברות.	

2011 – 2010 אדקו טכנולוגיות סמנכ"ל כספים

מנהל מחלקת הכספים, וחבר בצוות ההנהלה.
הפקת דוחות שנתיים ורבעוניים בסטנדרט של חברה ציבורית.
בקרה תקציבית, ניתוח הפעילות והצגת תחזיות למועצת המנהלים.
ניהול צוות הנהלת חשבונות.
ניהול AP ו AR, קביעת אובליגו ללקוחות, ניהול ביטוחי אשראי ופקטורינג.
מו"מ מול בנקים, ספקים ולקוחות.
ניהול הגנות מטבע וביצוע ההגנות בפועל.

2009 - 2006 קבוצת אמפא סמנכ"ל מימון

גיוס הון מהשוק המוסדי באמצעות אג"ח מגובות נכסים, למימון הפעילות של חברות הבנות בקבוצה.
זיהוי וניתוח נכסים פיננסיים, המתאימים לגיוס באמצעות אג"ח מגובה נכסים.
ניהול מו"מ מול חברות הדירוג, חברה לנאמנות, רואי חשבון וגופי סליקה.
שיווק של המוצר הסופי למשקיעים מוסדיים, מו"מ על תנאי אגרות החוב וגובה הריבית, עד לביצוע הגיוס.
גיוס של כ- 700 מיליון שקלים מעשרות גופים בשוק ההון, באמצעות Road Shows 10.
ניהול צוות כלכלנים המפיק דוחות בקרה חודשיים, רבעוניים ושנתיים.

2004 - 2001 תבור כלכלה ופיננסים מנהל המחלקה הכלכלית

כ-4 שנים בתפקיד כלכלן, ובשנה האחרונה מנהל המחלקה הכלכלית.
כתיבת תכניות עסקיות רבות.
ביצוע הערכות שווי וחוות דעת כלכליות
בניית מודלים של תמחיר והמחירה
תכנון פיננסי וליזוי עסקי של לקוחות, גם לצרכי מימון
חבר בוועדת השקעות של "דיבדנד" חברה בת לניהול תיקי השקעות
תפקיד מרכזי בהקמה של מנגנון "הקרן לעידוד עסקים קטנים",
הכולל קביעת הקריטריונים להגשת בקשות אשראי, ותדריך היועצים הכלכליים

הגבלת אחריות

מוסכם בינינו, לבין החברה (להלן: "מזמיני העבודה") כי פרט למקרה בו ייקבע ע"י בית משפט כי עבודתנו בוצעה תוך פעולה בזדון, לא נישא בכל אחריות כלפי מזמיני העבודה וכל צד ג', מכל מקור שהוא ועל פי כל עילה שהיא, לרבות בנזיקין, בכל הקשור לביצוע שירותים על פי הצעה זו, ולא תהיה למזמיני העבודה ו/או למי מטעמם כל טענה ו/או תביעה כלפינו, לרבות דרך של הודעת צד שלישי, בכל הקשור לשירותים הניתנים בהתקשרות ובשירותים המוענקים על ידנו לחברה.

מבלי לגרוע מהאמור לעיל, אחריותנו לפצות את מזמיני העבודה במקרה של נזקים שייגרמו להם כתוצאה ישירה מפעולתנו, במידה שייקבע ע"י בית משפט כי פעלנו בזדון כאמור לעיל, לא תעלה על שכר הטרחה ששולם לנו בקשר להתקשרות זו.

מקובל ומוסכם שכל הצעדים משפטיים הקשורים בעבודה זו חייבים להתבצע לא יאוחר מתום 3 שנים מיום הגשת עבודתנו. מוסכם בין הצדדים שכל הליכים משפטיים כאמור ימסרו להכרעתו הבלעדית של בורר שיתמנה בהסכמה בתוך 30 יום מיום הגשת הבקשה לקיום בוררות. אם לא יגיעו הצדדים לכלל בחירת בורר מוסכם יתמנה הבורר ע"י נשיא לשכת עורכי הדין שיכהן באותה עת אלא אם כן יהא לו עניין או היכרות עם אחד הצדדים שאז ימונה הבורר ע"י נשיא בית המשפט המחוזי בתל אביב. למען הסר ספק יובהר כי הצדדים מצהירים כי כל טענות ותביעות בקשר להתקשרות זו יוכרעו באמצעות בוררות כאמור לעיל והם ימנעו מלפנות לערכאות משפטיות. בכל מקרה כל התדיינות משפטית תהיה בישראל ולפי דיני ישראל.

במהלך עבודתנו נקבל מידע, תחזיות, הסברים ומצגים מהחברה ו/או ממי מטעמה. האחריות למידע, למצגים ולהסברים הנ"ל הינה על ספקי מידע זה. מסגרת עבודתנו אינה כוללת בדיקה ו/או אימות של הנתונים שנקבל כאמור. לאור זאת, עבודתנו לא תחשב ולא תהווה אישור לנכונותם, שלמותם או דיוקם של הנתונים המועברים אלינו. בשום מקרה לא נהיה אחראים לכל הפסד, נזק, עלות או הוצאה אשר יגרמו בכל אופן ודרך ממעשי הונאה, מצג שווא, הטעיה, מסירת מידע שאינו נכון ואינו מלא או מניעת מידע מצידיכם ו/או מי מטעמכם, או כל התבססות אחרת על מידע כאמור, בכפוף לאמור לעיל.

אם יפסק בהליך משפטי חלוט ובלתי ניתן לערעור כי עלינו לשלם סכום כלשהו לצד שלישי בקשר ישיר עם ביצוע השירותים נשוא מכתב התחייבות זה, מתחייבת החברה לשאת בכל ההוצאות הסבירות שנוציא או שנדרש לשלם עבור ייעוץ וייצוג משפטי, חוות דעת מומחים, התגוננות מפני הליכים משפטיים, משא ומתן וכיו"ב בקשר לכל תביעה, דרישה או הליכים אחרים בשל השירותים על פי מכתב זה.

בנוסף ומבלי לפגוע בכלליות האמור לעיל, באם יפסק בהליך משפטי חלוט ובלתי ניתן לערעור כי עלינו לשלם סכום כלשהו לצד שלישי בקשר ישיר עם ביצוע השירותים נשוא מכתב התקשרות זה, מתחייבת החברה לשפותנו אם מקור התביעה אינו קשור במעשה שבזדון בעת מתן השירותים. בכל מקרה כזה, אנו נעדין את החברה ונאפשר לה להתגונן בכל הליך שכזה ולא נתפשר ללא הסכמתה מראש ובכתב.

מוסכם כי החברה תשלם את הסכומים כאמור בשתי הפיסקאות לעיל רק אם הם עולים על שכר טרחתנו ובניכוי סכום זה.

בברכה ובכבוד רב,

הורוביץ עידן סבו טבת & כהן טבח
רואי חשבון