

חוות דעת כלכלית

פלאזה סנטרס

סלע קולקר
בייקר טילי פיננסים

אפריל 2014

תוכן העניינים

3	פרק 1: תקציר מנהלים
3	1.1 רקע
4	1.2 אגרות החוב החדשות
4	1.3 סקירת התזרים הצפוי
5	1.4 שווי על פי חלופת ההסדר
5	1.5 שווי על פי חלופת הפירוק
6	פרק 2: תאור החברה
6	2.1 כללי
8	2.2 הרקע למצוקה התזרימית
9	2.3 התגבשות ההסדר המוצע
10	2.4 מטרת חוות דעת זו
10	2.5 מקורות מידע
11	פרק 3: מצבת נכסים והתחייבויות
11	3.1 נכסים
15	3.2 התחייבויות
17	פרק 4: תיאור ההסדר המוצע
20	פרק 5: סקירת התזרים הצפוי
20	5.1 תחזית תזרים המזומנים עפ"י החברה
20	5.2 מקורות
24	5.3 שימושים
27	פרק 6: התמורה לבעלי אגרות החוב
27	6.1 אגרות החוב החדשות
28	6.2 שווי הסדרות
33	6.3 שווי המניות
34	פרק 7: חלופת הפירוק
35	פרק 8: פרטי השכלתי וניסיוני

פרק 1: תקציר מנהלים

1.1 רקע

חברת Plaza Centers NV (להלן: "פלאזה" או "החברה"), מתמחה בייזום, שיווק, ניהול, איכלוס ומכירה של קניונים, ופועלת בשוק פיתוח הנדל"ן, בעיקר קניונים, במדינות מתפתחות מזה 18 שנה. עד שנת 2013 החברה השלימה ייזום, הקמה ואיכלוס של 33 מרכזי קניות ומכירה של 26 מרכזי קניות בהונגריה, פולין וצ'כיה, בשווי ברוטו של למעלה ממיליארד יורו, תוך שהיא שומרת על שיעורי רווחיות גבוהים. בשנים 2007-2011 גייסה כ-370 מיליוני יורו באמצעות הנפקת שתי סדרות של אגרות חוב בבורסה בתל אביב, ועוד 14 מיליוני יורו באמצעות אגרות חוב בוורשה. 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.

נכון לחודש נובמבר 2013 קופת המזומנים של החברה עמדה על כ-23 מיליוני יורו בלבד, והיא היתה אמורה לשלם עד סוף שנת 2013 כ-32 מיליוני יורו לבעלי אגרות החוב, וכ-67 מיליוני יורו נוספים במחצית הראשונה של שנת 2014. על רקע זאת, הודיעה החברה ביום 14 בנובמבר 2013 על הקפאת התשלומים לכל הנושים, וכניסה להליך מו"מ עם הנושים בכדי להגיע למתווה הסדר מוסכם.

הצעתה המקורית של החברה להסדר חוב מחודש נובמבר 2013 כללה בין השאר הזרמת הון בעלים בסך של כ-20 מיליוני יורו, דחיה של כל סדרות האג"ח ב-3 שנים, מתן פיצוי לבעלי אגרות החוב באמצעות תוספת לריבית השנתית בשיעור של 1.5%, ופיצוי נוסף לבעלי אגרות החוב באמצעות הענקת אופציות. בחודש נובמבר 2013 הגיש הח"מ חוות דעת כלכלית (להלן: "חוות דעת נובמבר") הסוקרת את מצבה הכלכלי של החברה, את ההצעה להסדר חוב ואת תוכנית מימשי הנכסים של החברה. כמו כן, כללה חוות הדעת, אומדן השווי הכלכלי של התמורה לבעלי אגרות החוב על פי ההסדר המוצע, והתייחסות לשווי המניות של פלאזה סנטרס על פי חלופת הפירוק.

במהלך התקופה שחלפה מחודש נובמבר 2013 ועד חודש אפריל 2014 התנהל משא ומתן בין החברה ובין הנושים במטרה להגיע למתווה מוסכם להסדר חוב, על בסיס הצעתה המקורית של החברה מחודש נובמבר. בחודש אפריל 2014 הגיעה החברה להבנות עם הנאמנים של בעלי אגרות החוב הישראליות, ובעקבות כך הציגה הצעה משופרת להסדר חוב. השיפורים העיקריים כוללים הענקת 13.5% ממניות החברה (לאחר הנפקת הזכויות), חלף ההצעה הקודמת להענקת אופציות, הקדמה של חלק מתשלומי הריבית, ומנגנוני הגנה נוספים, כמפורט בפרק 4 לחוות דעת זו.

בתקופה שחלפה, חלו גם מספר שינויים במצבת נכסי החברה. לגבי חלק מהנכסים חלו שינויים בהערכות החברה לגבי יכולתה לממש אותם ולגבי השווי הצפוי במימוש. חוות דעת זו סוקרת את התוכנית העדכנית של החברה למימוש 22 מתוך 29 נכסיה עד לשנת 2018, בהיקף של כ-450 מיליוני יורו, ותוכנית להעברה של 75% מתמורת המימושים נטו, לבעלי אגרות החוב על חשבון הקטנת יתרת הקרן.

1.2 אגרות החוב החדשות

על פי ההסדר המוצע, כל תשלומי הקרן של שלוש הסדרות הצפויים ב-3 השנים הקרובות יידחו ב-3 שנים, מיום אישור ההסדר, באופן פרופורציוני, להלן: "החוב הנדחה" החוב הנדחה מסתכם בכ-181.4 מיליוני יורו. שני התשלומים האחרונים של אג"ח מסדרה א' לא ידחו, וישולמו במועד המקורי, בחודשים דצמבר 2016 ודצמבר 2017. החוב שאינו נדחה מסתכם בכ-25 מיליוני יורו. במהלך התקופה, בכל פעם שחברה תממש נכס, 75% מתזרים המימוש נטו, יועבר לבעלי אגרות החוב על חשבון הקטנת יתרת הקרן. במידה שהחברה תפרע לבעלי אגרות החוב, בתוך שנתיים מאישור ההסדר, מעל ל-50% מהחוב הנדחה, קרי מעל ל-90 מיליוני יורו, מועדי התשלומים שיוותרו, ידחו בשנה אחת נוספת. כדי לעמוד בתנאי זה על החברה לממש נכסים בסך של 120 מיליוני יורו (תמורה נטו) בתוך שנתיים. לכל הסדרות תתוסף ריבית שנתית בשיעור של 1.5%. על פי ההסדר המוצע, החברה תשלם לבעלי אגרות החוב סך של כ-245 מיליוני יורו, מהם כ-201 מיליוני יורו בגין קרן, וכ-44 מיליוני יורו בגין ריבית.

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

1H-18	2H-17	1H-17	2H-16	1H-16	2H-15	1H-15	2H-14	1H-14	2H-13	
8.2	63.8	85.9	97.1	126.9	175.5	184.4	206.6	206.6	201.3	יתרת פתיחה
0.2	2.1	2.8	3.2	4.2	5.9	6.2	3.5	10.5		תשלום ריבית
8.2	43.0	22.0	11.2	29.8	48.6	8.9	22.2	0.0		תשלומים ממימושים ע"ח הקרן
0.0	20.8	63.8	85.9	97.1	126.9	175.5	184.4	206.6		יתרת ביניים
	12.6									תשלומים מקוריים
0.0	8.2	63.8	85.9	97.1	126.9	175.5	184.4	206.6	206.6	יתרת סגירה
8.2	55.6	22.0	11.2	29.8	48.6	8.9	22.2			סה"כ תשלומי קרן
8.4	57.7	24.9	14.5	34.0	54.5	15.1	25.7	10.5	0.0	סה"כ תשלומי קרן וריבית

1.3 סקירת התזרים הצפוי

בחוות דעת זו התבססתי על תחזית תזרים המזומנים של פלאזה לשנים 2014 עד 2018, אשר הוכנה על ידי הנהלת החברה, תוך ביצוע התאמות. על פי תחזית זו, יתרת המזומנים בסוף שנת 2017 תהיה כ-61 מיליוני יורו, ובסוף שנת 2018 תעמוד על כ-150 מיליוני יורו.

סיכום תזרים מזומנים צפוי 2014 - 2018

מיליוני יורו

2H-18	1H-18	2H-17	1H-17	2H-16	1H-16	2H-15	1H-15	2H-14	2Q-14	
149.5	61.0	39.7	35.2	38.6	31.1	29.5	46.7	23.2	36.3	יתרת פתיחה
5.1	4.7	10.9	10.6	7.4	6.1	8.8	8.1	8.9	6.5	הכנסות משכירות
0.0	95.9	76.0	29.4	15.0	45.9	64.8	11.9	39.5		מימושים
0.0	0.0	0.0	0.0					20.0		הנפקת זכויות
1.5	1.0	0.5	0.4	0.4	0.3	0.3	0.4	0.3	0.2	הכנסות מימון
6.6	101.7	87.5	40.3	22.7	52.4	73.9	20.3	68.8	6.7	סה"כ מקורות
1.3	1.3	5.8	8.0	8.5	8.1	10.4	5.5	6.1	4.6	תשלומים לבנקים
0.0	8.4	56.8	24.3	14.2	33.3	53.4	14.8	25.1	10.3	תשלומים לבעלי אגרות החוב
3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	1.8	הנהלה וכלליות
0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	5.1	13.7	10.6	3.2	השקעות חדשות
4.8	13.2	66.2	35.8	26.1	44.9	72.3	37.5	45.3	19.8	סה"כ שימושים
151.3	149.5	61.0	39.7	35.2	38.6	31.1	29.5	46.7	23.2	יתרת סגירה

1.4 שווי על פי חלופת ההסדר

השווי על פי חלופת ההסדר מורכב מהשווי של אגרות החוב החדשות והשווי של חבילת המניות. השווי הכלכלי המהוון של אגרות החוב החדשות תחת הנחת שיעור היוון של 20% והנחת תוכנית המימושים של החברה, מסתכם לכ-170 מיליוני יורו.

החברה נסחרת לפי שווי של כ-40 מיליוני יורו. השווי הצפוי לאחר הזרמת הכספים כתוצאה מהנפקת הזכויות הינו כ-60 מיליוני יורו. שווי החבילה בשיעור 13.5% ממניות החברה נאמד בכ-8 מיליוני יורו. **שיעור ההחזר הנומינאלי לבעלי אגרות החוב הינו 123%. בערכים מהוונים בשיעור של 20% שיעור ההחזר לבעלי אגרות החוב על פי ההסדר המוצע הינו כ-86%**

שווי החבילה ושיעור החזר (Recovery)

מיליוני יורו		
ערכים מהוונים בשיעור של 20%	ערכים נומינאליים	
169.7	245.4	שווי של סדרות האג"ח החדשות
8.1	8.1	שווי של חבילת המניות
177.8	253.5	סה"כ שווי חבילה
206.6	206.6	חוב נומינאלי כולל ריבית צבורה לסוף 2013
86%	123%	שיעור החזר

1.5 שווי על פי 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 היוון ל-6 חודשים שימוש בשיעור היוון של 20%.

אולם, תחזית זו מבוססת בין השאר על מימוש של פרויקט קאסה רדיו בתוך 6 חודשים במחיר מימוש מהיר של כ-80 מיליוני יורו. להערכתנו, 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 של 30 מיליוני יורו בשווי נכסי החברה. **סך כל שווי נכסי החברה על פי חלופת הפירוק מסתכם בכ-127 מיליוני יורו, המהווים שיעור החזר של 62% לבעלי אגרות החוב.**

שיעור החזר על פי חלופת הפירוק

מיליוני יורו		
36		מזומן (י. פתיחה)
152		מימושים
-24	6% מהנכסים	הוצאות פירוק משוערות בשיעור
-7		הנהלה וכלליות למשך שנה
-30		הפחתה נוספת בגין קאסה רדיו
127		סה"כ
206.6		חוב נומינאלי כולל ריבית צבורה לסוף 2013
62%		שיעור החזר (Recovery Rate)

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 18 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-29 נכסי נדל"ן, רובם במזרח אירופה, וכן בהודו.

2.1.1 נכסים

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 מבני משרדים. בידי החברה 29 נכסי נדל"ן מארבעה סוגים:

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

השווי ההוגן של כל הנכסים ברוטו מוערך בכ-602 מיליוני יורו. שבעת הקניונים הפעילים, מוערכים בשווי של כ-301 מיליוני יורו, ממומנים במערכת הבנקאית ביחס LTV של כ-67%. רב הנכסים האחרים הם פרויקטים לפיתוח וקרקעות שנרכשו בהון עצמי, ללא מינוף. נכסי החברה מהווים בטוחה לחוב בנקאי בסכום כולל של כ-210 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 47 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 ההתחייבות לבנקים המגובים בנכסים כבטוחה מוערכים בכ-391 מיליוני יורו. תחת הנחות מימוש מהיר, שווי הנכסי החברה ברוטו מוערך בכ-394 מיליוני יורו, שווי הנכסים במימוש מהיר בניכוי התחייבויות לבנקים נאמד בכ-184 מיליוני יורו.

הערכת שווי נכסי החברה, בשווי הוגן ובמימוש מהיר

מיליוני יורו

שווי כלכלי	שווי במימוש מהיר	
601.5	393.7	שווי נכסים ברוטו
210.1	210.1	חוב ספציפי בגין הנכסים
391.4	183.6	עודף שווי

2.1.2 יתרת חוב לבעלי אגרות החוב

לחברה חוב לבעלי אגרות חוב. עד היום החברה הנפיקה 3 סדרות של אגרות חוב, שתי סדרות הנסחרות בבורסה לני"ע בתל אביב, ואחת בפולין, אשר נכון ליוני 2013, יתרת החוב בגינן היתה כ-61.6, 125.4 ו-14.3 מיליוני יורו בהתאמה במונחי ערך נקוב (מותאם למדד המחירים לצרכן)¹.

יתרת הקרן הבלתי מסולקת מסתכמת בכ-201.3 מ' יורו, וסך כל החוב מסתכם בכ-206.6 מיליוני יורו חיום 31 בדצמבר 2013, כולל ריבית שנצברת עד לסוף שנת 2013, וטרם שולמה. החוב נטו של החברה לבעלי אגרות החוב מסתכם בכ-202.6 מיליוני יורו, סכום זה הינו לאחר ניכוי של כ-4 מיליוני יורו (במונחי פארי) שנרכשו על ידי החברה ונמצאות באוצר החברה.

יתרת החוב לבעלי אגרות החוב מיליוני יורו

בניכוי יחידות המוחזקת באוצר	כולל ריבית צבורה ליום 31/12/13	יתרת פתיחה ליום 30/6/13	
63.0	63.0	61.6	אגח א'
124.8	128.8	125.4	אגח ב'
14.8	14.8	14.3	אגח פולני
202.6	206.6	201.3	סה"כ

¹ שערי החליפין שנלקחו בחשבון הם 4.8 שקל ליורו ו-4.1888 זלוטי ליורו, לאורך כל חוות הדעת

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 בשלבים: בשלב הראשון הקמת קניון, ובשלבים הבאים הקמת בנייני משרדים ובית 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 20% עד 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 הפסדים 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 ש"ח (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 6 נכסים, 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 פרסמה החברה הודעה לפיה החברה חתמה חוזה למכירתו של מרכז הקניות בקורגאון פארק, בתמורה לכ-40.5 מיליוני יורו. הקונה אף העביר לחברה מקדמה בסך של כ-2.4 מיליוני יורו, אולם נכון לחודש אפריל 2014 העסקה טרם הושלמה, ויש להטיל ספק ביכולת החברה להשלים את העסקה כמתוכנן. במידה והעסקה תושלם, לחברה צפוי תזרים נטו של כ-16 מיליוני יורו, לאחר החזר החוב לבנק שעומד על כ-21.4 מיליוני יורו. מתוך סכום זה, צפויים לזרום כ-10 מיליוני יורו עד סוף שנת 2014, והיתרה בתוך כשנתיים. במידה והעסקה תסוכל, תאלץ החברה למצוא רוכש אחר. בינתיים החזקת הנכס במצבו הנוכחי, כאשר הוא אינו מושכר, מסב לחברה הפסד תפעולי חודשי (לפני הוצאות מימון) של כ-120 אלפי יורו.

2.3 התגבשות ההסדר המוצע

2.3.1 חדלות פירעון

נכון לחודש נובמבר 2013 קופת המזומנים של החברה עמדה על כ-23 מיליוני יורו בלבד, בעוד שהיא היתה אמורה לשלם כ-32 מיליוני יורו לבעלי אגרות החוב עד סוף שנת 2013, ועוד כ-67 מיליוני יורו במחצית הראשונה של שנת 2014. אמנם, בידי החברה נכסים בשווי הוגן נטו המוערך בכ-400 מיליוני יורו, אך לא ניתן היה לממש אותם בלוח זמנים שישרת את החוב. בנוסף, מימוש מהיר של הנכסים, היא גורר פרמיה שלילית המוערכת בכ-40%, ומסב נזק לחברה, ובעקיפין גם לבעלי אגרות החוב. על כן, ביום 14 בנובמבר 2013 הודיעה החברה, על הקפאת התשלומים לכל הנושים, וכניסה להליך מו"מ עם הנושים להגיע למתווה הסדר מוסכם.

2.3.2 הצעה ראשונה להסדר חוב

בחודש נובמבר 2013 החברה הציגה תוכנית הבראה, והצעה להסדר חובות. הצעתה המקורית של החברה כללה בין השאר הזרמת הון בעלים בסך של כ-20 מיליוני יורו, דחייה של כל סדרות האג"ח ב-3 שנים, מתן פיצוי לבעלי אגרות החוב בתוספת לריבית השנתית בשיעור של 1.5%, ופיצוי נוסף לבעלי אגרות החוב באמצעות הענקת אופציות. בחודש נובמבר 2013 הגיש הח"מ חוות דעת כלכלית (להלן: "חוות דעת נובמבר") הסוקרת מצבה הכלכלי של החברה, את ההצעה להסדר חוב ואת תוכנית מימושי הנכסים של החברה. כמו כן כללה חוות הדעת אומדן השווי הכלכלי של התמורה לבעלי אגרות החוב על פי ההסדר המוצע, והתייחסות לשווי המניות של פלאזה סנטרס על פי חלופת הפירוק.

2.3.3 הצעה משופרת

במהלך התקופה שחלפה מחודש נובמבר 2013 ועד חודש אפריל 2014 התנהל משא ומתן בין החברה ובין הנושים במטרה להגיע למתווה מוסכם להסדר חוב, על בסיס הצעתה המקורית של החברה מחודש נובמבר. בחודש אפריל 2014 הגיעה החברה להסכמות עקרוניות אודות פרטי ההסדר המוצע, עם נאמני אגרות החוב הישראליות, ואשר כפופות לאישור הנושים בהצבעה. על בהתאם להבנות אלו, החברה הציגה הצעה משופרת להסדר חוב. השיפורים העיקריים כוללים פיצוי מורחב בהון מניות בהיקף של 13.5%, חלף ההצעה הקודמת לפיצוי באופציות, הקדמה של חלק מתשלומי הריבית, הגבלות על מימוש או פיתוח נכסי נדל"ן, ומנגנוני הגנה נוספים, כמפורט בפרק 4 לחוות דעת זו.

2.4 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 שיתנו על פי ההסדר המוצע על ידי החברה, למחזיקי אגרות החוב חלף אגרות החוב הקיימות היום, ואת שיעור ההחזר (Recovery Rate)
3. לאמוד את שיעור ההחזר לבעלי אגרות החוב על פי חלופת הפירוק.

2.5 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 המקרקעין² Cushman & Wakefield (להלן: "קושמן") העריך את רב נכסי החברה ליום 31 בדצמבר 2013. חוות דעת זו מסתמכת במידה רבה על הערכותיו של קושמן.
4. הערכות שווי של שמאי המקרקעין³ Jones Lang LaSalle (להלן: "לאסל" או "JLL"). לאסל העריך את רב 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.
5. שימוש במידע ציבורי הנוגע לנכסי החברה, התחייבויותיה, מצבה הפיננסי וכל מידע אחר הרלוונטי לפעילות החברה ולחוות הדעת.
6. שימוש במידע ציבורי בכל הנוגע לאזורים בהם פועלת החברה, לתחום פעילותה וכן תחזיות והערכות לגבי מידע זה.
7. מצגות ונתונים של החברה אשר שימשו לצורך הצגה לדירקטוריון החברה.
8. דוחות כספיים מבוקרים של החברה לשנים 2011 – 2013.
9. נתוני הבורסה לני"ע בתל אביב בקשר עם אגרות החוב של החברה.

² Cushman & Wakefield was founded in New York in 1917 has 250 offices in 60 countries, employing more than 16,000 professionals

³ 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 חלק פלאזה	שטח במ"ר	תפוסה 2012	תפוסה 2013	הערכת שמיא 2013	הערכה במימוש מהיר	יתרת חוב 1Q-2014	שווי נטו	שווי נטו מימוש מהיר
Torun 1	פולין	40,000	84%	89%	97.6	72.5	47.9	49.7	24.6
Suwalki 2	פולין	20,000	90%	91%	43.5	36.6	31.5	12.0	5.1
Kragujevac 3	סרביה	22,000	98%	99.5%	41.8	35.0	28.6	13.2	6.4
Pune - Koregaon 4	הודו	41,000	85%	39.9 ⁴	30.0	21.5	18.4	18.4	8.5
Riga 5 (50%)	לטביה	49,000	94%	97%	43.9	31.9	28.8	15.1	3.1
Zgorzelec 6	פולין	13,000	89%	91%	17.1	14.0	22.1	-5.0	-8.1
Liberec 7	צ'כיה	17,000	80%	86%	17.7	10.7	20.2	-2.5	-9.5
סה"כ		202,000	89%	91%	301.4	230.7	200.6	100.8	30.1

טורון - פולין

הקניון בעל השווי הגדול ביותר הוא הקניון שבעיר טורון (Torun) שבמרכז פולין. פוטנציאל ההכנסות משכירות בטורון עומד על כ-7.5 מיליוני יורו בשנה תחת הנחת תפוסה מלאה. בשנת 2012 שיעורי התפוסה בקניון היו 84%. 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 בתום שנת 2014 לשיעורי תפוסה של כ-95% ולהגדיל את הכנסות הקניון משכירות לכ-7.2 מיליוני יורו בשנה. על פי הערכת השמאי קושמן, הקניון מוערך בכ-98 מיליוני יורו.

פונה - הודו

בשנת 2012 החברה פתחה קניון בעיר פונה שבמערב הודו, בשכונה היוקרתית Koregaon. שווי של הקניון הופחת בשנתיים האחרונות 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 החברה הודיעה כי היא חתמה החברה חוזה למימוש של מרכז הקניות קורגאון פארק, בתמורה לכ-40.5 מיליוני יורו, ובכפוף לתנאים מתלים.

הקונה אף העביר לחברה מקדמה בסך של כ-2.4 מיליוני יורו, אולם נכון לחודש אפריל 2014 העסקה טרם הושלמה, ויש להטיל ספק ביכולת החברה להשלים את העסקה כמתוכנן. במידה והעסקה תושלם, לחברה צפוי תזרים נטו של כ-16 מיליוני יורו, לאחר החזר החוב לבנק שעומד על כ-21.4 מיליוני יורו. מתוך סכום זה, צפויים לזרום כ-10 מיליוני יורו עד סוף שנת 2014, והיתרה בתוך כשנתיים. במידה והעסקה תסוכל, תאלץ החברה למצוא רוכש אחר. בינתיים החזקת הנכס במצבו הנוכחי, כאשר הוא אינו מושכר, מסב לחברה הפסד תפעולי חודשי, לפני הוצאות מימון, של כ-120 אלפי יורו.

⁴ לא בוצעה הערכה של קושמן לנכס זה. ההערכה היא על בסיס הסכם המכירה החתום. במימוש מהיר בוצעה הפחתה של 25%.

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 קושמן בכ-187 מיליוני יורו. הערכת שווי הנכסים במימוש מהיר מסתכמת בכ-102 מיליוני יורו. הערכת השווי של הפרויקטים כגמורים שבוצעה בסוף שנת 2013 על ידי קושמן מעריכה את שוויים העתידי ביותר מ-900 מיליוני יורו.

פרויקטים בפיתוח

מיליוני יורו

שם הפרוייקט	מדינה	חלקה של פלאזה	שטח במ"ר (GLA)	הערכת שמאי 2013	הערכת שמאי במימוש מהיר
1 Casa Radio	רומניה	75%	⁵ 555,000	130.58	75.20
2 Visnjicka (Sport Star)	סרביה	100%	32,000	19.03	10.00
3 Timisoara	רומניה	100%	38,000	10.83	5.35
4 Chennai	הודו	40%	⁶ 230,000	11.27	8.06
5 Lodz (mall)	פולין	100%	35,000	7.93	3.80
6 Cina	רומניה	100%	⁷ 4,800	7.5	
			894,800	187	102

קאסה רדיו

הנכס הבולט בקבוצה זו הוא Casa Radio שבבוקרשט ברומניה, ושווי של החלק המוחזק על ידי החברה בשיעור 75%, מוערך על ידי קושמן בכ-130 מיליוני יורו. מדובר במבנה ייחודי ומרשים שהוקם במרכז בוקרשט, ובכוונת החברה לפתח את הפרוייקט 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.

המשבר הכלכלי במזרח אירופה וברומניה בפרט, גרם לעיכוב משמעותי בביצוע הפרוייקטים בפיתוח לרבות פרויקט קאסה רדיו. נכון למועד חוות דעת זו קשה להעריך מתי, או האם בכלל יצא הפרוייקט אל הפועל. הערכת השווי של קושמן המביאה בחשבון את כל המידע הנ"ל, מעריכה את הפרוייקט בכ-130 מיליוני יורו, ומתוך כך מייחסת סך של כ-50 מיליוני יורו לשלב א', וכ-80 מיליוני יורו לשלבים ב' ו-ג'. לאסל מעריך את שווי הנכס במימוש מהיר בכ-75 מיליוני יורו.

Visnjicka - סרביה

החברה רכשה קרקע בעיר בלגרד שבסרביה, המוערכת נכון להיום בשווי של כ-19 מיליון יורו, ובמימוש מהיר ב-10 מיליוני יורו. רכישת הקרקע בוצעה מהון עצמי, וכנגד הפרוייקט אין חוב בנקאי. החברה מתעתדת להקים על הקרקע קניון בהשקעה של כ-9 מיליוני יורו בשנים 2014-2015. הקניון עשוי להניב כ-7 מיליוני יורו בשנה (NOI) החל משנת 2017, ומימוש עתידי שלו, צפוי להניב לחברה עודף תזרימי של כ-34 מיליוני יורו.

Chennai - הודו

כחלק מאסטרטגיית החברה לגוון את מקורות התזרים שלה, פנתה החברה להשקעות בפרוייקטים למגורים בהודו. חלק מההשקעות בהודו נעשו במשותף עם חברת האם אלביט הדמיה, ובכל פרויקט הוכנס גם שותף מקומי בעל ידע מעשי בתחום. בפרוייקט צ'נאי נרכשה קרקע בהיקף של כ-336 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 2013 בסכום של כ-11 מיליוני יורו, עבור חלקה של פלאזה, המחזיקה ב-40% מהפרוייקט. קושמן העריך את שווי חלקה של פלאזה בקרקע בכ-11 מיליון יורו בשנת 2013. לאסל מעריך את שוויי במימוש מהיר ב-8 מיליוני יורו. רכישת הקרקע בוצעה מהון עצמי, וכנגד הפרוייקט אין חוב בנקאי.

⁵ GBA – Gross Built Area

⁶ דירות למכירה

⁷ פרויקט זה הוערך על ידי הנהלת החברה

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 קושמן (תוך התאמות שבוצעו על פי הערכת ההנהלה בנכסים טארגו מורש וקייילצה) בכ-97 מיליוני יורו.

קרקעות – עתודה לפיתוח

מיליוני יורו

שם הפרוייקט	מדינה	חלקה של פלאזה	הערכת שמאי 2013	הערכת שמאי במימוש מהיר	סדר
Belgrade (Mup)	סרביה	100%	16.15	9.44	1
Pireas (Helios)	יוון	100%	15.30	6.00	2
Iasi	רומניה	100%	11.55	6.20	3
Bangalore	הודו	25%	12.25	10.86	4
Constanta	רומניה	100%	6.30	4.80	5
Arena Extension	הונגריה	100%	7.80	3.15	6
Miercurea Ciuc	רומניה	100%	5.62	3.02	7
Targu Mures	רומניה	100%	⁸ 3.50	2.61	8
Lodz (resi)	פולין	100%	6.50	2.60	9
Shumen	בולגריה	100%	2.13	1.48	10
Kielce	פולין	100%	⁹ 4.00	2.00	11
Hunedoara	רומניה	100%	2.38	1.17	12
Slatina	רומניה	100%	1.65	0.72	13
Leszno	פולין	100%	1.72	0.80	14
סה"כ			96.8	54.9	

Bangalore – הודו

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-25% מהפרוייקט הינה כ-48 מיליוני יורו. לאסל העריך את חלקה של פלאזה בקרקע בכ-14.5 מיליון יורו לסוף שנת 2012 וקושמן העריך אותה בכ-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.

סרביה – בלגרד (Mup)

החברה רכשה קרקע בעיר בלגרד שבסרביה, המוערכת נכון להיום בשווי של כ-16 מיליון יורו, ובמימוש מהיר ב-9 מיליוני יורו. רכישת הקרקע בוצעה מהון עצמי, וכנגד הפרוייקט אין חוב בנקאי. בתוכנית המקורית, החברה התכוונה להקים במקום קניון, מלון דירות ומשרדים. נכון להיום החברה בוחנת האם לפתח את הפרוייקט או למכור את הנכס כקרקע, בהתאם להתפתחויות בשוק והתקדמות תוכנית המימושים בפועל. בתחזית תזרים המזומנים הוצגה האפשרות הזהירה, שהקרקע תימכר במהלך שנת 2016 בתמורה ל-18 מיליוני יורו.

⁸ להערכת החברה
⁹ להערכת החברה

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. בחוות דעת נובמבר, בקבוצה זו נכלל נכס נוסף בהונגריה (Uj Udvar), שבינתיים מומש בתמורה לכ-2.6 מיליוני יורו.

נכסים אחרים

מיליוני יורו

מדינה	שם הנכס	חלקה של פלאזה	הערכת שמאי 2013	הערכת שמאי במימוש מהיר	תיאור הנכס
1 הונגריה	David House	100%	3.95	2.0	מבנה משרדים
2 רומניה	Palazzo Ducale	100%	1.80	1.2	מבנה משרדים
סה"כ					

בנוסף, לחברה ישנו רכוש אחר, הכולל 2 קרקעות שאינן מיועדות בשלב זה לפיתוח: Krusevac שבסרביה, ו- Valley View ברומניה, ושויין מוערך במיליוני יורו בודדים. בנוסף החברה תובעת כ-4.3 מיליון יורו מחברת אלביט הדמיה בגין מקדמה על חשבון פרויקט Kochi Island שבהודו. חברת אלביט כופרת בחוב, ונכון למועד חוות דעת זו לא ניתן להעריך את סיכויי התביעה.

3.2 התחייבויות

3.2.1 אגרות חוב

לחברה חוב לבעלי אגרות בגובה של כ-201.3 מיליוני יורו. בתוספת ריבית צבורה חוב זה מסתכם בכ-206.6 מיליוני יורו. עד היום החברה הנפיקה 3 סדרות של אגרות חוב, 2 סדרות הנסחרות בבורסה לני"ע בתל אביב, וסדרה אחת בפולין כדלקמן:

אג"ח ישראלי סדרה א

נכון לחודש יוני 2013, יתרת קרן סדרה א' עמדה על כ-61.6 מיליוני יורו ועמדה לפירעון ב-5 תשלומים שנתיים של כ-12.3 מיליוני יורו כל אחד החל מ-31 בדצמבר 2013 ועד ל-31 בדצמבר 2017, בתוספת ריבית שנתית של 4.5% צמודה למדד המחירים לצרכן. יתרת החוב נכון ל-31 בדצמבר 2013 בתוספת הריבית שנצברה הינה כ-63 מיליוני יורו.

אג"ח ישראלי סדרה ב

נכון לחודש יוני 2013, יתרת קרן סדרה ב' עמדה על כ-125.4 מיליוני יורו ועמדה 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. יתרת החוב נכון ל-31 בדצמבר 2013 בתוספת הריבית שנצברה הינה כ-128.8 מיליוני יורו. מסכום זה יש לנכות סכום של כ-4 מיליוני יורו שנרכשו על ידי חברת בת של פלאזה, ואשר מוחזקות באוצר.

אג"ח פולני

נכון לחודש יוני 2013, יתרת החוב למחזיקי אג"ח זה עמדה על כ-14.3 מיליוני יורו לתשלום ביום 18 בנובמבר 2013. יתרת החוב נכון ל-31 בדצמבר 2013 בתוספת הריבית שנצברה הינה כ-14.8 מיליוני יורו.

מצבת התחייבויות החברה לבעלי אגרות החוב, דצמבר 2013

מיליוני יורו

סדרת אג"ח	יתרת חוב כולל ריבית צבורה	שיעור ריבית	תשלומי קרן שנתו	תשלום מקורי ראשון	תשלום מקורי אחרון
אג"ח ישראלי סדרה א	63.0	4.50% + מדד	5	31 בדצמבר 2013	31 בדצמבר 2017
אג"ח ישראלי סדרה ב	128.8	5.40% + מדד	2	1 ביולי 2014	1 ביולי 2015
אג"ח פולני	14.8	Wibor + 4.50%	1	18 בנובמבר 2013	18 בנובמבר 2013
סה"כ	206.6				

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-67%. 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 יורו¹⁰.

3. **GEFA** – פלאזה בעצמה, נטלה הלוואה מבנק GEFA בגרמניה, שיתרתה נכון להיום כ-1.2 מיליוני יורו, חוב זה נותר ללא בטוחה ספציפית לאחר מימושו של ה Hawker 400xp במחצית הראשונה של שנת 2014.

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 מערביות שנתנה, או שהבנקים עלולים לטעון שנתנה, בלא יותר מ-47 מיליוני יורו, לפני השבה בגין מימוש נכסים שניתנו כבטוחות. להערכת הנהלת החברה, החשיפה המקסימאלית נטו של פלאזה לחובות בנקאיים, לרבות ערבות לחובות בנקאיים של חברות הנכס, מוערכת בכ-10 מיליוני יורו.

¹⁰ בנוסף, להבטחת הלוואה זו קיים שיעבוד על קרקע נוספת ב- Leszno המוערכת על ידי קושמן בכ-1.7 מיליוני יורו.

פרק 4: תיאור ההסדר המוצע

ההסדר המוצע כולל את הרכיבים הבאים:

1. הזרמה של 20 מיליוני יורו באמצעות הנפקת זכויות
 2. פריסת חובות
 3. פיצוי בריבית
 4. תוכנית מימושים ומנגנון הקדמה של התשלומים
 5. פיצוי באמצעות הקצאת מניות
 6. בטוחות והגנות
- מתווה ההסדר המוצע אינו כולל "תספורת" לבעלי אגרות החוב.

1. הזרמת הון בעלים

בעלי המניות יבצעו הזרמה הונית לחברה בסך של כ- 20 מיליוני יורו בדרך של הנפקת זכויות, וזאת כתנאי לכניסתו לתוקף של ההסדר.

2. פריסת חובות

שני התשלומים האחרונים של אג"ח מסדרה א' לא ידחו, וישולמו במועד המקורי, קרי בחודשים דצמבר 2016 ודצמבר 2017. (בתרשים שלהלן תשלומים אלו מסומנים בכחול ומצוינים כ- "א4" וכ- "א5").

החוב הנדחה כולל את תשלומי הקרן של שלוש הסדרות הצפויים ב-3 השנים הקרובות ("א1", "א2", "א3", "ב1", "ב2" ו-"פ1"). תשלומים אלו יידחו ב-3 שנים, מיום אישור ההסדר, באופן פרופורציוני. לדוגמא, בהנחה שההסדר יאושר ביום 30/6/2014, התשלום הראשון של אג"ח א' שהיה אמור להיות משולם בחודש דצמבר 2013 יידחה לחודש יוני 2017, התשלום הראשון של אג"ח ב' שהיה אמור להיות משולם בחודש יוני 2014 ידחה אף הוא לחודש יוני 2017 וכך הלאה.

תרשים המתאר את דחיית התשלומים על פי ההסדר המוצע

הנחה: אישור ההסדר ביום 30 ביוני 2014

דחייה	מועד תשלומים מקורי			תאריך
	א	ב	פולני	
			פ1	18/11/2013
		א1		31/12/2013
		ב1		30/06/2014
		א2		31/12/2014
		ב2		30/06/2015
		א3		31/12/2015
		א4		30/06/2016
		א5		31/12/2016
	פ1	ב1	א1	30/06/2017
		א5		31/12/2017
		א2	ב2	30/06/2018
		א3		31/12/2018
				30/06/2019
				31/12/2019
				30/06/2020

מקרא: א2 תשלום מספר 2 של סדרה א

אדום חוב נדחה

כחול חוב שאיננו נדחה

3. פיצוי בריבית

החל מינואר 2014 תתווסף ריבית שנתית בשיעור של 1.5% לכל סדרה, ליתרת הקרן. 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. בנוסף, במועד השלמת ההסדר החברה תשלם למחזיקי האג"ח סך של 10.5 מיליוני יורו על חשבון ריבית לשנת 2014.

4. תוכנית מימושים

החברה מתכננת לממש 22 נכסים מתוך 29 מהנכסים שבידה. שווי הנכסים המיועדים למימוש על פי הערכות השמאי קושמן עומד על כ-450 מיליוני יורו. תמורת מימוש הנכסים נטו צפויה לעמוד על כ-380 מיליוני יורו, (לפירוט מלא ראה פרק 5.3). בעת מימוש נכס, 75% מהתזרים נטו (למעט התמורה ממימוש נכס קורגאון) יועבר לבעלי אגרות החוב על חשבון הקטנת יתרת הקרן. התשלום יחולק בין הסדרות פרו-ראטה ליתרת הקרן שנדחתה, לאותו מועד.

במידה והחברה תפרע לבעלי אגרות החוב בשנתיים הראשונות לקיום ההסדר, לפחות 50% מהחוב הנדחה, מועדי התשלומים שייתרו, ידחו בשנה אחת נוספת. כדי לעמוד בתנאי זה על החברה לממש נכסים בסך של 120 מיליוני יורו (תמורה נטו) בתוך שנתיים.

תרשים המתאר את דחיית התשלומים והדחייה הנוספת

הנחה: אישור ההסדר ביום 30 ביוני 2014

תאריך	מועד תשלומים מקורי			דחייה			דחייה נוספת		
	א	ב	פולני	א	ב	פולני	א	ב	פולני
18/11/2013			19						
31/12/2013	1א								
30/06/2014		1ב							
31/12/2014	2א								
30/06/2015		2ב							
31/12/2015	3א								
30/06/2016									
31/12/2016	4א								
30/06/2017				1א	1ב	19			
31/12/2017	5א						4א		
30/06/2018				2א	2ב				
31/12/2018									
30/06/2019									
31/12/2019				3א					
30/06/2020									

מקרא: 2א תשלום מספר 2 של סדרה א

אדום חוב נדחה

כחול חוב שאיננו נדחה

5. פיצוי באמצעות מניות

החברה תעניק לבעלי האג"ח 13.5% ממניות החברה לאחר ההזרמה של בעלי המניות בדרך של הנפקת זכויות. המניות יוקצו לבעלי אגרות החוב משלוש הסדרות, פרו ראטה לחוב הנדחה.

חוב נדחה, ויחסי פרו ראטה

מיליוני יורו

חוב נדחה	סדרה א'	סדרה ב'	אג"ח פולני	סה"כ
37.8	128.8	14.8	181	
21%	71%	8%	100%	

6. בטוחות הגנות, ומגבלות נוספות

שעבוד שלילי על כל נכסי החברה

יתקבל אישור של חברות הבת על התחייבותן לפעול בהתאם לשעבוד השלילי. כל אחת מהחברות המוחזקות לא תהיה רשאית ליטול מימון (כולל אשראי חדש) אלא לטובת השקעה בנכס המוחזק או אשר יהיה מוחזק על ידה.

למרות האמור, החברה תהיה רשאית ליטול מימון, שלא כנגד רישום בטוחות, ושלא לצרכי השקעה בנכס, בכפוף לכך ש-75% מהמימון נטו ישמשו לפירעון של האג"ח. בנוסף, מי מחברות הבת תהיה רשאית ליטול מימון (כולל refinance) לרבות מימון המובטח בנכס, ושלא לצרכי השקעה בנכס, בכפוף לכך ש-75% מהמימון נטו ישמשו לפירעון של האג"ח.

בטוחות והגנות - הוראות לגבי הנכסים שאינם משועבדים

החברה לא תהיה רשאית ללוות הלוואות חדשות (שאינם לטובת הלוואות בניה) כנגד שעבוד נכסים קיימים שאינם משועבדים ו/או הלוואות ללא בטוחות. למרות האמור, החברה תהיה רשאית לקבל מימון כנגד שעבוד נכסים קיימים שאינם משועבדים ו/או הלוואות ללא בטוחות בהתקיים שלפחות 75% מהמימון ישמש לפירעון מוקדם.

החברה תהיה רשאית לשעבד לבנק בדרגה ראשונה קרקעות לטובת הלוואות בניה ביחס LTC שלא יפחת מ-50%. יחס זה יופחת ל-40% אם יכנס שותף ל-20% או יותר בפרויקט.

החברה תהיה רשאית למכור כל אחד מנכסיה שאינם משועבדים ובלבד שלפחות 75% מהתמורה שתתקבל בידי החברה בפועל לאחר החזר החוב בגין הנכס, הוצאות מכירה ומס תשמש לפירעון מוקדם. למרות האמור, החברה לא תהיה רשאית למכור נכסים שאינם משועבדים אם כתוצאה מהמכירה תקום עילה להעמדה לפירעון מיידי לנושים הכלולים בהסדר ללא אישור ברב רגיל של כל הנושים הכלולים בהסדר.

בטוחות והגנות - הוראות לגבי נכסים משועבדים

החברה תהיה רשאית לממן מחדש או לקבל הלוואות נוספות ביחס לכל אחד מהנכסים המשועבדים ובלבד שלפחות 75% מהגדלת המימון בגין אותו הנכס קרי ההפרש שבין יתרת המימון החדש ליתרת המימון שקדמה למימון החדש ובניכוי כל הוצאות ככל שיהיו תשמש לפירעון מוקדם.

החברה תהיה רשאית למכור כל אחד מנכסיה המשועבדים, למעט ארבעת הקניונים טורון, סולוואקי, קראגויבץ וריגה, ללא כל מגבלה ובלבד שלפחות 75% מהתמורה שתתקבל בידי החברה ממכירת הנכס המשועבד (לאחר החזר החוב לבנק, הוצאות מכירה ומס) תשמש לפירעון מוקדם. למרות האמור, כל ההכנסות מפרויקט קוראגון פארק בהודו ישמשו את החברה לפעילות השוטפת ולא יחולו על הכנסות אלו עקרונות הפירעון המוקדם כמפורט בסעיף זה.

החברה תוכל למכור את ארבעת הקניונים (טורון, סולוואקי, קראגויבץ וריגה) או לבצע מחזור חוב (refinancing) בגין מי מהם בכפוף לכך שהתזרים נטו במצטבר באירוע מימוש בין ארבעת קניונים אלה לא יפחת מ-70 מ' יורו. במקרה שלא יחול אירוע מימוש בגין ארבעת הקניונים יחדיו, החברה תוכל לבצע אירוע מימוש מיועד רק אם לאחר ביצוע אירוע המימוש המיועד העודף של הקניונים שלא נמכרו (לפי הערכת השווי בניכוי החוב הספציפי לבנקים) לא יפחת מ-70 מ' אירו בניכוי התמורה נטו שנתקבלה מאירועי מימוש קודמים ובניכוי אירוע המימוש המיועד.

למרות האמור לעיל, החברה לא תהיה רשאית למכור נכסים משועבדים אם כתוצאה מהמכירה תקום עילה להעמדה לפירעון מיידי לנושים הכלולים בהסדר ללא אישור של כל הנושים הכלולים בהסדר ברב רגיל.

בטוחות והגנות – הוראות לגבי נכסים חדשים

החברה תהיה רשאית להשקיע בנכסים חדשים בכפוף לעמידה ביתרת מזומנים מינימאלית (כפי שהוגדרה באמות המידה) לאחר ההשקעה.

החברה תהיה רשאית לקבל הלוואות חדשות לרכישת נכסים חדשים לפי יחס LTC של עד 50%. אלא אם כן נכנס שותף לפרוייקט (לא פחות מ-20%) או אז היחס האמור יופחת ל-40% וזאת בכפוף לעמידה בקופת מזומנים מינימאלית.

פרק 5: סקירת התזרים הצפוי

5.1 תחזית תזרים המזומנים עפ"י החברה

בחוות דעת זו התבססתי על תחזית תזרים המזומנים של פלאזה לשנים 2014 עד 2018, אשר הוכנה על ידי הנהלת החברה, תוך ביצוע התאמות. על פי תחזית זו, יתרת המזומנים בסוף שנת 2017 תהיה כ-61 מיליוני יורו, ובסוף שנת 2018 תעמוד על כ-150 מיליוני יורו.

סיכום תזרים מזומנים צפוי 2014 - 2018

מיליוני יורו

2H-18	1H-18	2H-17	1H-17	2H-16	1H-16	2H-15	1H-15	2H-14	2Q-14	
149.5	61.0	39.7	35.2	38.6	31.1	29.5	46.7	23.2	36.3	יתרת פתיחה
5.1	4.7	10.9	10.6	7.4	6.1	8.8	8.1	8.9	6.5	הכנסות משכירות
0.0	95.9	76.0	29.4	15.0	45.9	64.8	11.9	39.5		מימושים
0.0	0.0	0.0	0.0					20.0		הנפקת זכויות
1.5	1.0	0.5	0.4	0.4	0.3	0.3	0.4	0.3	0.2	הכנסות מימון
6.6	101.7	87.5	40.3	22.7	52.4	73.9	20.3	68.8	6.7	סה"כ מקורות
1.3	1.3	5.8	8.0	8.5	8.1	10.4	5.5	6.1	4.6	תשלומים לבנקים
0.0	8.4	56.8	24.3	14.2	33.3	53.4	14.8	25.1	10.3	תשלומים לבעלי אגרות החוב
3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	1.8	הנהלה וכלליות
0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	5.1	13.7	10.6	3.2	השקעות חדשות
4.8	13.2	66.2	35.8	26.1	44.9	72.3	37.5	45.3	19.8	סה"כ שימושים
151.3	149.5	61.0	39.7	35.2	38.6	31.1	29.5	46.7	23.2	יתרת סגירה

הערה: תחזית זו בוצעה על סמך הערכות הנהלת החברה, תוך ביצוע מספר התאמות ושינויים כנדרש

5.2 מקורות

5.2.1 הזרמות בעלים

נכון ליום 15 באפריל 2014, בקופת החברה יתרת מזומנים נזילה של כ-29.6 מיליוני יורו, ועוד מזומן מוגבל בסך של כ-6.7 מיליוני יורו. על פי ההסדר המוצע, במהלך 2014 יזרימו בעלי המניות לחברה סך של כ-20 מיליוני יורו באמצעות הנפקת זכויות.

5.2.2 תוכנית מימושים

תוכנית המימושים מתבססת על מכירת 5 מרכזי קניות בטווח הקרוב, בניה של 3 קניונים נוספים על קרקעות לפיתוח בשנת 2017, וכן הקמה של שלב א' בפרויקט קאסה רדיו ומימוש בשנת 2018.

1. מימוש 5 קניונים פעילים

הקניונים המיועדים למכירה הם: קורגאון, ריגה, טורון, סוואלקי וקרגוייבץ. מכירת קורגאון נחתמה כאמור בחודש נובמבר 2013, אולם נכון למועד זה אין וודאות לגבי השלמת העסקה. התמורה נטו מקניון ריגה בסך של כ-18 מיליוני יורו אמורה להתקבל במהלך שנת 2014. הקניון בעל הערך הגדול ביותר הוא הקניון בטורון בפולין, ששווי נאמד בכ-98 מיליוני יורו. הקניון אמור להמכר עד סוף שנת 2015, והעודף התזרימי הצפוי במכירה הינו כ-47.2 מיליוני יורו. עד סוף שנת 2015 צפוי להמכר גם הקניון שבסוואלקי פולין, ולהניב עודף תזרימי של כ-9 מיליוני יורו. מכירת הקניון בקרגוייבץ מתוכננת לשנת 2016.

סך התמורה נטו בשנתיים הראשונות, ממימוש נכסים ללא קורגאון, מסתכמת בכ-146 מיליוני יורו. כאמור, כ-75% מסכום זה, מיועד לפירעון אגרות החוב על חשבון הקרן. הסכום המיועד לפירעון אפוא, הינו כ-110 מיליוני יורו המהווים כ-60% מיתרת החוב הנדחה בגובה 180 מיליוני יורו. על פי ההסדר המוצע, פרעון של מעל ל-50% מתוך ה"חוב הנדחה" בתוך שנתיים, פירושו דחייה נוספת של שנה ביתרת החוב שטרם נפרע.

תוכנית המימושים עד 2018, תזרים נטו

מיליוני יורו										ממוש	שנה	נכס
H1 2018	H2 2017	H1 2017	H2 2016	H1 2016	H2 2015	H1 2015	H2 2014	H1 2014	H2 2013	נטו		
				6.2			9.9			H2 2014	16.1	Koregaon park Mall
						0.9	17.1			H2 2014	18.0	Riga
							3.5			H2 2014	3.5	Targu Mures
		2.0					9.0	9.0		H2 2014	20.0	Bangalore
							1.2			H1 2015	1.2	Palaaazo Ducale
							0.8			H1 2015	0.8	Leszno
				4.7	42.5					H2 2015	47.2	Torun
				0.9	8.4					H2 2015	9.4	Suwalki
					6.2					H2 2015	6.2	Iasi
					2.6					H2 2015	2.6	Lodz (resi)
					2.0					H2 2015	2.0	David House
					2.0					H2 2015	2.0	Kielce
					1.1					H2 2015	1.1	Hunedoara
				18.0						2016	18.0	Belgrade (Mup)
				14.0						2016	14.0	Kragujevac
				2.0						2016	2.0	Constanta
				9.0						2016	9.0	Cina
				6.0						2016	6.0	Pireas
		27.4								2017	27.4	Timisoara
	41.9									2017	41.9	Lodz (mall)
	34.2									2017	34.2	Sport Star (Visnjicka)
95.9										2018	95.9	Casa Radio Ph I
95.9	76.0	29.4	15.0	45.9	64.8	11.9	39.5	0.0	0.0		378.5	סה"כ
95.9	76.0	29.4	15.0	39.7	64.8	11.9	29.6	0.0	0.0		362.4	ללא קורגאון

כאמור, על פי התוכנית המוצעת, תמורת המימושים נטו בשנתיים הראשונות מסתכמת בכ-146 מיליוני יורו. הסכום המינימאלי של מימושים, הדרוש על מנת שיפועל מנגנון הדחייה של הינו 121 מיליוני יורו.

2. הקמת 3 קניונים ומימושם בשנת 2017

המרכיב השני בתוכנית המימושים, הינו הקמת שלושה מרכזי קניות ומכירתם בשנת 2017. מדובר בקניונים בערים טימישווארה שברומניה, לודג' שבפולין, ופרוייקט ווישניצקה בעיר בלגרד שבסרביה. העודף התזרימי צפוי להסתכם בכ-27.4, 41.9 ו-34.2 מיליוני יורו בהתאמה, ובסה"כ בכ-105 מיליוני יורו בשנת 2017.

העודף התזרימי הצפוי של החברה בסוף שנת 2017 הינו כ-60 מיליוני יורו. יכולת החברה לעמוד בהתחייבויותיה כלפי מחזיקי אגרות החוב על פי ההסדר המוצע, ולהשאיר בידה עודף תזרימי, תלוי מן הסתם ביכולתה להשביח את נכסיה אלו, ולממשם. אולם, גם במידה והחברה לא תממש את שלושת הקניונים בשנת 2017, ותמשיך להחזיק בהם בשנת 2018, העודף התזרימי בסוף שנת 2017 עדיין צפוי להישאר חיובי ולעמוד על כ-20 מיליוני יורו. כדי לעמוד בהתחייבויותיה בשנת 2018 תהיה חייבת לממש את הקניונים, או לחילופין לממש את שלב א' של פרוייקט קאסה רדיו.

3. קאסה רדיו

קאסה רדיו הינו נכס מפתח עבור החברה. שוויו של הנכס הופחת בכל אחת מהשנים האחרונות. על פי הערכותיו של השמאי קושמן שוויו של הנכס נכון להיום מוערך בכ-130 מיליוני יורו, מהם כ-50 מיליוני יורו עבור שלב א' – הקמת קניון, וכ-80 מיליוני יורו עבור השלבים הבאים – הקמת בנייני משרדים ומלון. החברה מתכננת להשלים עד תום שנת 2018 רק את שלב א' ולהמשיך ולהחזיק בזכויות לשלבים הבאים.

חוות דעת נובמבר התבססה על תוכנית החברה לפתח את שלב א' בעצמה, בעזרת מימון בנקאי. נכון להיום הנהלת החברה מעריכה, כי בשנים הקרובות לא יהיה קל להשיג מימון בנקאי בסדר גודל של כ-150 מיליוני יורו עבור פיתוח הנכס. התוכנית המעודכנת היא, לאתר משקיע פוטנציאלי לרכישת 50% מהנכס, ובהתאם לך העודף הצפוי לחברה עם מימושו של שלב א' בשנת 2018, עומד על כ-95 מיליוני יורו.

4. אחר

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 ההנהלה.

5. בחינת תסריטים

על פי התוכנית המוצעת, העודף התזרימי הצפוי לחברה בסוף שנת 2018 עומד על כ-150 מיליוני יורו. במידה ולא יעלה בידי החברה לממש את פרויקט קאסה רדיו, יהיה עליה לממש עד סוף שנת 2018, לפחות 2 מתוך-3 הפרויקטים המתוכננים לשנת 2017: טימישווארה, לודג' ו- וישניצקה. במידה וכל ארבעת הפרויקטים הנ"ל לא ינבאו לחברה תזרים חיובי כלשהו, צפוי לה גרעון תזרימי של כ-50 מיליוני יורו במחצית שנת 2018.

במידה ובנייתם של הקניונים אכן תושלם במועד המתוכנן, אולם הם לא ימכרו, וימשיכו להיות מוחזקים בידי החברה, הכנסות החברה מהשכרת הקניונים תקוזז באופן חלקי את הגרעון הנ"ל. במקרה כזה, הגרעון התזרימי בסוף שנת 2018 צפוי לעמוד על כ-10 עד 20 מיליוני יורו. בתסריט כזה, סביר שהחברה תוכל לגשר על הגרעון התזרימי הנ"ל באמצעות הלוואה בנקאית, שכן בשלב זה, רובה של הקרן יוחזר לבעלי אגרות החוב, ורמת המינוף של החברה תרד משמעותית.

לסיכום, תוכנית המימושים הנ"ל מאפשרת לחברה מרחב פעולה וגמישות, וסביר שהיא תוכל לעמוד בהתחייבויותיה לבעלי אגרות החוב על פי ההסדר המוצע. יחד עם זאת, תוכנית המימושים המוצגת כאן, והנחות היסוד שבסיסה, מהווים תנאי קריטי להצלחת ההסדר וליכולתה של החברה לעמוד בתשלומים לבעלי אגרות החוב על פי ההסדר המוצע. בפרט, המקור היחידי של החברה המאפשר לה לעמוד בתשלומי הקרן בשנת 2018, הינו מימושם של 4 הפרויקטים הנ"ל.

5.2.3 הכנסות משכירות

לחברה הכנסות נטו מהשכרת קניונים בסך של כ-19 מיליוני יורו בשנה. בתחזית ההכנסות משכירות נלקחו בחשבון מימוש הנכסים המניבים על פי תכנית המימושים של החברה, בטורון, ריגה, סוואלקי ובקרגווייבץ. כמו כן הונח שהקניונים שעתידיים להיבנות בלודז', בטימישווארה ו- ווישניצקה, יוחזקו על ידי החברה לתקופה של כחצי שנה עד שנה וחצי. בנוסף, החל מהמחצית הראשונה של שנת 2015 צפויות הכנסות מעסקת קומביניציה מהנכס בצ'נאי בגובה של כ-5 מיליוני יורו בשנה, סכום זה הופחת מסכום של כ-7 מיליוני יורו בשנה על פי חוות דעת נובמבר. בסך הכל ההכנסות משכירות צפויות לרדת מכ-19 מיליוני יורו בשנת 2014 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	2Q-14	
						1.8	1.8	1.8	0.9	Suwalki
1.0	1.0	0.9	0.9	0.8	0.8	0.7	0.7	0.7	0.3	Zgorzelec
0.0								1.8	0.9	Riga (50%)
1.2	0.9	0.7	0.7	0.6	0.6	0.5	0.5	0.4	0.2	Liberec
						0.0	3.7	3.6	1.8	Torun
						1.7	1.7	1.4	0.7	Kragujevac
							-0.7	-0.7	1.7	Koregaon Park
			2.8	1.3						Timisoara
		3.5	3.4	1.6						Visnjicka
		3.0								Lodz
				0.7	0.7					Cina
3.0	2.8	2.8	2.8	2.4	2.4	0.4	0.4			Chennai
5.1	4.7	10.9	10.6	7.4	6.1	8.8	8.1	8.9	6.5	סה"כ

ההכנסות ברבעון השני של שנת 2014 בקורגאון פארק כוללות סכום חד פעמי של כ-2.4 מיליוני יורו מכספי הביטוח בגין אובדן הכנסות שנגרם בשריפה.

בנוסף, הונח כי יתרות הזכות שבקופת המזומנים של החברה, מניבות תשואה בשיעור שנתי של כ-1%.

5.3 שימושים

5.3.1 תשלום לבעלי אגרות החוב

תאור מפורט של התשלום לבעלי אגרות החוב מופיע בפרק 6 לחוות דעת זו.

בקצרה: יתרת החוב ל-30 ביוני 2013 הינה כ-201 מיליוני יורו, ובתוספת ריבית שנצברה עד לתום שנת 2013 הינה כ-206.6 מיליוני יורו. נכון להיום, יתרת הפתיחה המצרפית ל-3 הסדרות מסתכמת בכ-201 מיליוני יורו, עם השלמת ההסדר תשלם החברה ריבית של 10.5 מיליון יורו על חשבון ריבית לשנת 2014.

במהלך השנים 2014 עד 2017, תפרע החברה את יתרת הקרן באמצעות העודפים שיתקבלו ממימוש הנכסים, ובשיעור של 75% מעודפים אלו. במחצית השנייה של שנת 2017 תשלם החברה לאגרת חוב מסדרה א' את התשלום שאינו נדחה בסך של כ-12.6 מיליוני יורו. במידה ותוכנית המימושים תתקיים על פי הנחות היסוד, החברה תפרע את מלוא חובה לבעלי אגרות החוב במחצית הראשונה של שנת 2018.

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

1H-18	2H-17	1H-17	2H-16	1H-16	2H-15	1H-15	2H-14	1H-14	2H-13	
8.2	63.8	85.9	97.1	126.9	175.5	184.4	206.6	206.6	201.3	יתרת פתיחה
0.2	2.1	2.8	3.2	4.2	5.9	6.2	3.5	10.5		תשלום ריבית
8.2	43.0	22.0	11.2	29.8	48.6	8.9	22.2	0.0		תשלומים ממימושים ע"ח הקרן
0.0	20.8	63.8	85.9	97.1	126.9	175.5	184.4	206.6		יתרת ביניים
	12.6									תשלומים מקוריים
0.0	8.2	63.8	85.9	97.1	126.9	175.5	184.4	206.6	206.6	יתרת סגירה
8.2	55.6	22.0	11.2	29.8	48.6	8.9	22.2			סה"כ תשלומי קרן
8.4	57.7	24.9	14.5	34.0	54.5	15.1	25.7	10.5	0.0	סה"כ תשלומי קרן וריבית

בסך הכל החברה תשלם לבעלי אגרות החוב כ-245 מיליוני יורו, מהם כ-201 מיליוני יורו בגין קרן, וכ-44 מיליוני יורו בגין ריבית.

5.3.2 תשלום לבנקים

בהתאם להנחות המימושים לעיל, יתרת התשלומים לבנקים עבור קרן וריבית מסתכמת בכ- 11 מיליוני יורו בשנת 2014, ולאחר מכן התשלום השנתי לבנקים בגין קרן וריבית מצטמצם לכ- 3 מיליוני יורו בשנה.

תשלומים צפויים לבנקים 2014 - 2018

מיליוני יורו

2H-18	1H-18	2H-17	1H-17	2H-16	1H-16	2H-15	1H-15	2H-14	1H-14	
0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.2	קרן Liberec
0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2	ריבית
						0.7	0.7	0.7	0.3	קרן Kragujevac
						0.7	0.7	0.9	0.5	ריבית
0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	0.0	קרן Zgorzelec
0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2	ריבית
									0.7	קרן Koregaon Park
									0.7	ריבית
								0.6	0.3	קרן Riga 50%
								0.4	0.2	ריבית
						0.7	0.7	0.6	0.3	קרן Torun
						0.9	0.9	0.9	0.5	ריבית
						0.4	0.4	0.4	0.2	קרן Suwalki
						0.3	0.3	0.3	0.3	ריבית
				0.3	0.3	0.3	0.3			קרן Cina
				0.2	0.2	0.2	0.2			ריבית
			1.0	0.9	0.9	0.9				קרן Timisoara
			1.2	1.2	1.2	1.3				ריבית
		1.1	1.1	1.0	1.0	1.0				קרן Visnjicka
		1.6	1.6	1.7	1.7	1.8				ריבית
		1.0	1.0	0.9						קרן Lodz
		0.8	0.9	0.9						ריבית
0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	קרן Valley View
0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0	ריבית
0.7	0.7	2.8	3.7	3.9	3.6	4.6	2.7	2.9	2.0	סה"כ קרן
0.6	0.6	3.1	4.3	4.6	4.5	5.8	2.8	3.2	2.5	סה"כ ריבית
1.3	1.3	5.8	8.0	8.5	8.1	10.4	5.5	6.1	4.6	תשלומים לבנקים

5.3.3 הנהלה וכלליות

בשנים 2009 - 2011 הסתכמו הוצאות הנהלה וכלליות בסך של כ-16 מיליוני יורו (כולל רישום חשבונאי של הוצאה שאינה תזרימית בגין מענק אופציות לעובדים). עד שנת 2013 צומצמו הוצאות אלו לכ-9.5 מיליוני יורו בשנה. על פי תוכנית נובמבר הוצאות הנהלה והכלליות הצפויות לשנים הבאות נאמדות בכ-9 מיליוני יורו בשנה. בתוכנית הנוכחית החברה צמצמה את הסכום הנ"ל ל-7 מיליוני יורו בשנה.

פלאזה סנטרס, הוצאות הנהלה וכלליות 2009 – 2013 אלפי יורו

2013	2012	2011	2010	2009	
4,522	5,743	8,472	7,661	7,543	שכר ונלוות
382	403	630	1,086	1,007	פחת והפחתות
3,743	4,366	4,317	3,721	4,478	שירותים מקצועיים
180	891	1,077	968	1,233	נסיעות
445	934	1,038	1,077	1,461	שכ"ד ומשרדיות
163	412	887	768	931	אחר
9,435	12,749	16,421	15,281	16,653	סה"כ הנהלה וכלליות
-26%	-22%	7%	-8%		שינוי

5.3.4 השקעות חדשות

בכוונת החברה, להשקיע את יתרת המזומנים הפנויה שתיווצר ממימוש הנכסים ושלא תשולם למחזיקי האג"ח בכפוף לתנאים בהסדר החוב, בפיתוח הקרקעות שברשותה, ובעיקר בנכסים בבלגרד, סרביה, נכס בלודג', פולין ונכס בטימישוארה, רומניה. בנוסף, דרושה השקעה של עשרות מיליוני יורו בנכס המרכזי קאסה רדיו שברומניה. החברה בוחנת בין השאר את האפשרות להכניס שותף שישקיע בפרויקט.

השקעות הון עצמי 2014 - 2015 מיליוני יורו

2H-15	1H-15	2H-14	1H-14	
		0.8	0.8	Torun
		0.5	0.5	Riga
			0.5	Cina
			0.5	Valley View
		0.3	0.4	Suwalki
			0.3	Zgorzelec
			0.1	Kragujevac
			0.1	Liberec
	4.0	5.0		Sport Star (Visnjicka)
	4.7	4.0		Timisoara
5.1	5.0			Lodz (mall)
5.1	13.7	10.6	3.2	Equity Investments

פרק 6: התמורה לבעלי אגרות החוב

6.1 אגרות החוב החדשות

6.1.1 דחיית חובות

על פי ההסדר המוצע, כל תשלומי הקרן של שלוש הסדרות הצפויים ב-3 השנים הקרובות יידחו ב-3 שנים, מיום אישור ההסדר, באופן פרופורציוני, להלן: "החוב הנדחה". החוב הנדחה מסתכם בכ-181.4 מיליון יורו. שני התשלומים האחרונים של אג"ח מסדרה א' לא ידחו, וישולמו במועדם המקורי, בחודשים דצמבר 2016 ודצמבר 2017. החוב שאינו נדחה מסתכם בכ-25 מיליון יורו.

במהלך התקופה, בכל פעם שחברה תממש נכס, 75% מתזרים המימוש נטו, יועבר לבעלי אגרות החוב על חשבון הקטנת יתרת הקרן. במידה שהחברה תפרע לבעלי אגרות החוב, בתוך שנתיים מאישור ההסדר, מעל ל-50% מהחוב הנדחה, קרי מעל ל-90 מיליון יורו, מועדי התשלומים שיוותרו, ידחו בשנה אחת נוספת. כדי לעמוד בתנאי זה על החברה לממש נכסים בסך של 120 מיליון יורו (תמורה נטו) בתוך שנתיים.

תרשים המתאר את דחיית התשלומים על פי ההסדר המוצע

הנחה: אישור ההסדר ביום 30 ביוני 2014

דחייה נוספת				דחייה			מועד תשלומים מקורי			תאריך	מועד תשלומים מקורי				תאריך
א	ב	פולני		א	ב	פולני	א	ב	פולני		א	ב	פולני	סה"כ	
							19			18/11/2013	14.8	14.8			18/11/2013
								1		31/12/2013	12.6			12.6	31/12/2013
								1		30/06/2014	64.4		64.4		30/06/2014
								2		31/12/2014	12.6			12.6	31/12/2014
								2		30/06/2015	64.4		64.4		30/06/2015
								3		31/12/2015	12.6			12.6	31/12/2015
									4	30/06/2016					30/06/2016
									4	31/12/2016	12.6			12.6	31/12/2016
				19	1	1			5	30/06/2017					30/06/2017
										31/12/2017	12.6			12.6	31/12/2017
										30/06/2018					
										31/12/2018					
										30/06/2019	181.4	14.8	128.8	37.8	חוב נדחה
										31/12/2019	25.2	0.0	0.0	25.2	חוב שאינו נדחה
										30/06/2020	206.6	14.8	128.8	63.0	סה"כ

מקרא: 2 א תשלום מספר 2 של סדרה א

אדום חוב נדחה

כחול חוב שאינו נדחה

6.1.2 פיצוי בריבית

החל מינואר 2014 תתווסף ריבית שנתית בשיעור של 1.5% לכל סדרה, ליתרת הקרן. תשלומי הריבית שהיו אמורים להיות משולמים בסוף שנת 2013, יתווספו ליתרת הקרן הבלתי מסולקת. החל מינואר 2014, ולאחר השלמת הליך הסדר החוב, תשלומי הריבית ישולמו כסדרם. בנוסף, במועד השלמת ההסדר החברה תשלם למחזיקי האג"ח סך של 10.5 מיליון יורו על חשבון ריבית לשנת 2014.

6.2 שווי הסדרות

6.2.1 שיעור היוון

כדי לחשב את שווי התזרים החדש המהוון יש לקבוע מהו שיעור ההיוון הראוי.

מכיוון שהחברה נמצאת במצב של קושי תזרימי, ערב כניסת החברה להליכי הסדר חוב, אגרות החוב נסחרו במחירים המשקפים תשואה של כ-30% עבור אג"ח א' וכ-50% עבור אג"ח ב'. אפשר להניח שהתשואה הגלומה באג"ח מסדרה א' בגובה 30% מהווה רף עליון לשיעור ההיוון 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 מוטת 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% ו-25% בהתאמה.

שיעור ההיוון 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 היוון בטווח של 15% עד 25% ייחשב כסביר.

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

6.2.2 סדרה א

נכון לחודש יוני 2013, יתרת קרן סדרה א' עמדה על כ-61.6 מיליוני יורו ועמדה לפירעון ב-5 תשלומים שנתיים של כ-12.3 מיליוני יורו כל אחד החל מ-31 בדצמבר 2013 ועד ל-31 בדצמבר 2017, בתוספת ריבית שנתית של 4.5% צמודה למדד המחירים לצרכן. יתרת החוב נכון ל-31 בדצמבר 2013 בתוספת הריבית שנצברה הינה כ-63 מיליוני יורו.

שלושת תשלומי הקרן הראשונים, יידחו ב-3 שנים מיום ההסדר. בהנחה שההסדר יצא לפועל ב-30 ביוני 2014, התשלומים יידחו 30 ביוני 2017, 2018 ו-2019. שני התשלומים האחרונים לא ידחו ויפרעו במועד המקורי בחודשים דצמבר 2016 ו-2017.

החל מה-1 בינואר 2014 יישא החוב ריבית של 6%. בסך הכל ישולמו לבעלי אגרות החוב מסדרה א' תשלומי קרן וריבית בסכום מצטבר של כ-78.5 מיליוני יורו. השווי המהוון של סך התשלומים תחת הנחת שיעור היוון של 20% הינו 44.5 מיליוני יורו.

סדרה א' – לוח סילוקין חדש – תסריט ללא מימושים בכלל

מיליוני יורו

1H-20	2H-19	1H-19	2H-18	1H-18	2H-17	1H-17	2H-16	1H-16	2H-15	1H-15	2H-14	1H-14	2H-13	אגח א	סה"כ
		12.6	12.6	25.2	37.8	50.4	63.0	63.0	63.0	63.0	63.0	63.0	61.6	יתרת פתיחה	
		0.4	0.4	0.8	1.1	1.5	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	1.4	תשלומי ריבית	16.9
		0.4	0.4	0.8	1.1	1.5	1.9	1.9	1.9	1.9	0.6	3.2		תשלום ריבית מובטח	15.5
		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0		תשלומים ממימושים ע"ח הקרן	0.0
		12.6	12.6	25.2	37.8	50.4	63.0	63.0	63.0	63.0	63.0	63.0		יתרת ביניים	
		12.6		12.6	12.6	12.6	12.6							תשלומים מקוריים דחויים	63.0
		0.0	12.6	12.6	25.2	37.8	50.4	63.0	63.0	63.0	63.0	63.0	63.0	יתרת סגירה	
		12.6	0.0	12.6	12.6	12.6	12.6	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0		סה"כ תשלומי קרן	63.0
		13.0	0.4	13.4	13.7	14.1	14.5	1.9	1.9	1.9	0.6	3.2		סה"כ תשלומי קרן וריבית	78.5
		5.0	4.5	4.0	3.5	3.0	2.5	2.0	1.5	1.0	0.5	0.0		שנים להיוון	
		5.2	0.2	6.4	7.2	8.2	9.2	1.3	1.4	1.6	0.5	3.2		תזרים מהוון	44.5

בהתאם לתוכנית המימושים של החברה, יוקדמו תשלומי הקרן. על פי תסריט זה בסך הכל ישולמו לבעלי אגרות החוב מסדרה א' תשלומי קרן וריבית בסכום מצטבר של כ-75.1 מיליוני יורו. השווי המהוון של סך התשלומים תחת הנחת שיעור היוון של 20% הינו 48.7 מיליוני יורו.

סדרה א' – לוח סילוקין חדש – על פי תוכנית המימושים של החברה

מיליוני יורו

1H-20	2H-19	1H-19	2H-18	1H-18	2H-17	1H-17	2H-16	1H-16	2H-15	1H-15	2H-14	1H-14	2H-13	אגח א	סה"כ
				8.2	32.8	37.5	39.9	46.1	56.4	58.3	63.0	63.0	61.6	יתרת פתיחה	
				0.2	1.0	1.1	1.2	1.4	1.7	1.7	1.9	1.9	1.4	תשלומי ריבית	13.5
				0.2	1.0	1.1	1.2	1.4	1.7	1.7	0.6	3.2		תשלום ריבית מובטח	12.2
				8.2	12.0	4.7	2.4	6.3	10.3	1.9	4.7	0.0		תשלומים ממימושים ע"ח הקרן	50.4
				0.0	20.8	32.8	37.5	39.9	46.1	56.4	58.3	63.0		יתרת ביניים	
	0.0		0.0	0.0	12.6									תשלומים מקוריים דחויים	12.6
				0.0	8.2	32.8	37.5	39.9	46.1	56.4	58.3	63.0	63.0	יתרת סגירה	
				8.2	24.6	4.7	2.4	6.3	10.3	1.9	4.7	0.0		סה"כ תשלומי קרן	63.0
				8.4	25.6	5.8	3.6	7.7	12.0	3.6	5.3	3.2		סה"כ תשלומי קרן וריבית	75.1
				4.0	3.5	3.0	2.5	2.0	1.5	1.0	0.5	0.0		שנים להיוון	
				4.1	13.5	3.3	2.3	5.3	9.1	3.0	4.8	3.2		תזרים מהוון	48.7

6.2.3 סדרה ב'

נכון לחודש יוני 2013, יתרת קרן סדרה ב' עמדה על כ-125.4 מיליוני יורו ועמדה 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. יתרת החוב נכון ל-31 בדצמבר 2013 בתוספת הריבית שנצברה הינה כ-128.8 מיליוני יורו.

תשלומי הקרן, יידחו ב-3 שנים מיום אישור ההסדר. בהנחה שההסדר יצא לפועל ב-30 ביוני 2014, התשלומים יידחו ל-30 ביוני 2017 ו-30 ביוני 2018.

החל מה-1 בינואר 2014 יישא החוב שבדחייה ריבית של 6.9% בסך הכל ישולמו לבעלי אגרות החוב מסדרה ב' תשלומי קרן וריבית בסכום מצטבר של כ-164.4 מיליוני יורו. השווי המהוון של סך התשלומים תחת הנחת שיעור היוון של 20% הינו 94.8 מיליוני יורו.

סדרה ב' – לוח סילוקין חדש – תסריט ללא מימושים בכלל

מיליוני יורו

סה"כ	אגב ב	2H-13	1H-14	2H-14	1H-15	2H-15	1H-16	2H-16	1H-17	2H-17	1H-18	2H-18	1H-19	2H-19	1H-20
	יתרת פתיחה	125.4	128.8	128.8	128.8	128.8	128.8	128.8	128.8	128.8	64.4	64.4			
38.9	תשלומי ריבית	3.4	4.4	4.4	4.4	4.4	4.4	4.4	4.4	2.2	2.2	2.2			
35.6	תשלום ריבית מובטח	6.5	2.3	4.4	4.4	4.4	4.4	4.4	2.2	2.2	2.2				
0.0	תשלומים ממימושים ע"ח הקרן	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0				
	יתרת ביניים	128.8	128.8	128.8	128.8	128.8	128.8	128.8	128.8	64.4	64.4	64.4			
128.8	תשלומים מקוריים דחויים									64.4	64.4	64.4			
	יתרת סגירה	128.8	128.8	128.8	128.8	128.8	128.8	128.8	128.8	0.0	64.4	64.4			
128.8	סה"כ תשלומי קרן	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	64.4	0.0	64.4			
164.4	סה"כ תשלומי קרן וריבית	6.5	2.3	4.4	4.4	4.4	4.4	4.4	2.2	68.9	2.2	66.6			
	שנים להיוון	0.0	0.5	1.0	1.5	2.0	2.5	3.0	3.5	4.0					
94.8	תזרים מהוון	6.5	2.1	3.7	3.4	3.1	2.8	39.8	1.2	32.1					

בהתאם לתוכנית המימושים של החברה, יוקדמו תשלומי הקרן. על פי תסריט זה בסך הכל ישולמו לבעלי אגרות החוב מסדרה ב' תשלומי קרן וריבית בסכום מצטבר של כ-152 מיליוני יורו. השווי המהוון של סך התשלומים תחת הנחת שיעור היוון של 20% הינו 108.1 מיליוני יורו.

סדרה ב' – לוח סילוקין חדש – על פי תוכנית המימושים של החברה

מיליוני יורו

סה"כ	אגב ב	2H-13	1H-14	2H-14	1H-15	2H-15	1H-16	2H-16	1H-17	2H-17	1H-18	2H-18	1H-19	2H-19	1H-20
	יתרת פתיחה	125.4	128.8	128.8	113.1	106.8	72.4	51.3	43.3	27.7					
26.6	תשלומי ריבית	3.4	4.4	4.4	3.9	3.7	2.5	1.8	1.5	1.0					
23.2	תשלום ריבית מובטח	6.5	2.3	3.9	3.7	2.5	1.8	1.5	1.0						
128.8	תשלומים ממימושים ע"ח הקרן	0.0	0.0	15.7	6.3	34.4	21.1	8.0	15.6	27.7					
	יתרת ביניים	128.8	128.8	113.1	106.8	72.4	51.3	43.3	27.7	0.0					
0.0	תשלומים מקוריים דחויים									0.0	0.0				
	יתרת סגירה	128.8	128.8	113.1	106.8	72.4	51.3	43.3	27.7	0.0					
128.8	סה"כ תשלומי קרן	0.0	0.0	15.7	6.3	34.4	21.1	8.0	15.6	27.7					
152.0	סה"כ תשלומי קרן וריבית	6.5	18.1	10.2	38.1	23.6	9.7	17.1	28.7						
	שנים להיוון	0.0	0.5	1.0	1.5	2.0	2.5	3.0	3.5						
108.1	תזרים מהוון	6.5	16.5	8.5	29.0	16.4	6.2	9.9	15.1						

6.2.4 אג"ח פולני

נכון לחודש יוני 2013, יתרת החוב למחזיקי אג"ח זה עמדה על כ-14.3 מיליוני יורו לתשלום ביום 18 בנובמבר 2013. יתרת החוב נכון ל-31 בדצמבר 2013 בתוספת הריבית שנצברה הינה כ-14.8 מיליוני יורו.

תשלומי הקרן, יידחו ב-3 שנים מיום אישור ההסדר. בהנחה שההסדר יצא לפועל ב-30 ביוני 2014, תשלום הקרן יידחה ל-30 ביוני 2017.

החל מה-1 בינואר 2014 יישא החוב שבדחייה ריבית של 6% + 6 month Wibor, הנאמדת ב-8.7%. בסך הכל ישולמו לבעלי אגרת החוב הפולנית תשלומי קרן וריבית בסכום מצטבר של כ-19.3 מיליוני יורו. השווי המהוון של סך התשלומים תחת הנחת שיעור היוון של 20% הינו 12.1 מיליוני יורו.

אג"ח פולני – לוח סילוקין חדש – תסריט ללא מימושים בכלל

מיליוני יורו

1H-20	2H-19	1H-19	2H-18	1H-18	2H-17	1H-17	2H-16	1H-16	2H-15	1H-15	2H-14	1H-14	2H-13	סה"כ פולני
						14.8	14.8	14.8	14.8	14.8	14.8	14.8	14.3	יתרת פתיחה
						0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.5	תשלומי ריבית
						0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.5	0.7		תשלום ריבית מובטח
						0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0		תשלומים ממימושים ע"ח הקרן
						14.8	14.8	14.8	14.8	14.8	14.8	14.8		יתרת ביניים
						14.8								תשלומים מקוריים דחויים
						0.0	14.8	14.8	14.8	14.8	14.8	14.8	14.8	יתרת סגירה
						14.8	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0		סה"כ תשלומי קרן
						15.5	0.6	0.6	0.6	0.6	0.5	0.7		סה"כ תשלומי קרן וריבית
						3.0	2.5	2.0	1.5	1.0	0.5	0.0		שנים להיוון
						8.9	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5	0.7		תזרים מהוון

בהתאם לתוכנית המימושים של החברה, יוקדמו תשלומי הקרן. על פי תסריט זה בסך הכל ישולמו לבעלי אגרת החוב הפולנית תשלומי קרן וריבית בסכום מצטבר של כ-18.2 מיליוני יורו. השווי המהוון של סך התשלומים תחת הנחת שיעור היוון של 20% הינו 13 מיליוני יורו.

אג"ח פולני – לוח סילוקין חדש – על פי תוכנית המימושים של החברה

מיליוני יורו

1H-20	2H-19	1H-19	2H-18	1H-18	2H-17	1H-17	2H-16	1H-16	2H-15	1H-15	2H-14	1H-14	2H-13	סה"כ פולני
						3.3	5.1	6.0	8.4	12.3	13.0	14.8	14.8	יתרת פתיחה
						0.1	0.2	0.3	0.4	0.5	0.6	0.6	0.5	תשלומי ריבית
						0.1	0.2	0.3	0.4	0.5	0.6	0.5	0.7	תשלום ריבית מובטח
						3.3	1.8	0.9	2.4	3.9	0.7	1.8	0.0	תשלומים ממימושים ע"ח הקרן
						0.0	3.3	5.1	6.0	8.4	12.3	13.0	14.8	יתרת ביניים
						0.0								תשלומים מקוריים דחויים
						0.0	3.3	5.1	6.0	8.4	12.3	13.0	14.8	יתרת סגירה
						3.3	1.8	0.9	2.4	3.9	0.7	1.8	0.0	סה"כ תשלומי קרן
						3.4	2.0	1.2	2.8	4.5	1.3	2.3	0.7	סה"כ תשלומי קרן וריבית
						3.5	3.0	2.5	2.0	1.5	1.0	0.5	0.0	שנים להיוון
						1.8	1.2	0.7	1.9	3.4	1.1	2.1	0.7	תזרים מהוון

6.2.5 סיכום השווי

תחת הנחת שיעור היוון של 20% והנחת תוכנית המימושים של החברה, שווי אגרות החוב מסתכם לכ-170 מיליוני יורו.

סיכום שווי אג"ח

מיליוני יורו

סה"כ	אג"ח פולני	אגח ב'	אגח א'
169.7	13.0	108.1	48.7

שווי זה נבחן תחת הנחות שיעור היוון שונות, ותחת 3 תסריטים של מימוש נכסים כדלקמן:

1. מימושים על פי תוכנית החברה
2. מימושים בהיקף של מחצית מתוכנית החברה.
3. ללא מימושים כלל

דוח רגישות

אג"ח פולני

3	2	1	
15.1	15.1	15.2	10%
14.4	14.5	14.7	12%
13.4	13.7	14.0	15%
12.1	12.6	13.0	20%
10.9	11.5	12.1	25%
9.9	10.7	11.3	30%
8.3	9.2	10.0	40%

סדרה ב'

3	2	1	
122.7	125.3	126.6	10%
116.2	120.3	122.4	12%
107.4	113.5	116.7	15%
94.8	103.4	108.1	20%
84.3	94.8	100.6	25%
75.5	87.4	94.1	30%
61.6	75.2	83.4	40%

סדרה א'

3	2	1	
57.9	59.3	59.5	10%
54.8	56.7	57.0	12%
50.5	53.1	53.6	15%
44.5	48.0	48.7	20%
39.4	43.6	44.5	25%
35.2	39.8	40.9	30%
28.7	33.7	35.1	40%

6.3 שווי המניות

החברה תעניק לבעלי האג"ח 13.5% ממניות החברה לאחר ההזרמה של בעלי המניות. המניות יוקצו לבעלי אגרות החוב משלוש הסדרות, פרו ראטה לחוב הנדחה.

שווי מניית פלאזה כפי שנסחר בשנה האחרונה

פני למניה



ערב הודעת החברה על כניסתה לתהליך של הסדר חוב נסחרה המניה של פלאזה במחיר ממוצע של כ-25 פני. לאחר ההודעה על הסדר החוב ירד המחיר עד לשפל של כ-5 פני למניה. בחודשים האחרונים התייצב מחיר המניה על 11 פני, מחיר המשקף לחברה שווי של כ-40 מיליוני יורו.

שווי המניות

מיליוני יורו

שווי במיליוני יורו	שווי במיליוני פאונד	מחיר למניה בפני	
44	36	12.23	ממוצע שלושה חודשים אחרונים
40	33	11.05	ממוצע שישה חודשים אחרונים
66	55	18.38	ממוצע שנה אחרונה

שווי החברה הצפוי לאחר הזרמת הכספים כתוצאה מהנפקת הזכויות הינו כ- 60 מיליוני יורו. שווי החבילה בשיעור 13.5% ממניות החברה נאמד בכ-8 מיליוני יורו. שיעור ההחזר הנומינאלי לבעלי אגרות החוב הינו 123%. בערכים מהווים בשיעור של 20% שיעור ההחזר לבעלי אגרות החוב על פי ההסדר המוצע הינו כ- 86%

שווי החבילה ושיעור ההחזר (Recovery)

מיליוני יורו

ערכים נומינאליים	ערכים מהווים בשיעור של 20%	
245.4	169.7	שווי של סדרות האג"ח החדשות
8.1	8.1	שווי של חבילת המניות
253.5	177.8	סה"כ שווי חבילה
206.6	206.6	חוב
123%	86%	שיעור החזר

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 הוון ל-6 חודשים שימוש בשיעור הוון של 20%.

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 של 30 מיליוני יורו בשווי נכסי החברה.

שיעור החזר על פי חלופת הפירוק מיליוני יורו

36	מזומן (י. פתיחה)
152	מימושים
188	סה"כ נכסים ומזומן
הוצאות	
24	הוצאות פירוק בשיעור 6% מהנכסים
7	הנהלה וכלליות שנה
157	סיכום ביניים
-30	קאסה רדיו
127	סה"כ
206.6	יתרת חוב לבעלי אגרות החוב
62%	שיעור החזר (Recovery Rate)

סך כל שווי נכסי החברה על פי חלופת הפירוק מסתכם בכ-127 מיליוני יורו, המהווים שיעור החזר של 62% לבעלי אגרות החוב.

בברכה ובכבוד רב,

הוראדן צ'ינן סבו טבת & כהן טבח
הורוביץ עידן סבו טבת & כהן טבח
רואי חשבון

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 תעסוקתי

2012 - בייקר טילי. שותף, ומנהל את מחלקת "בייקר טילי פיננסים" אחראי על ביצוע הערכות שווי, תכניות עסקיות, בדיקות כלכליות, הערכות PPA, חוות דעת כלכליות, בחינות לירידת ערך, ועוד. ניסיון בהכנת חוות דעת כלכליות לבית המשפט, כמומחה להסדרי חוב בחברות ציבוריות, וניסיון רב במתן שירותי ייעוץ הן לבעלי אגרות חוב במו"מ לגיבוש הסדרי חוב והן לחברות המנפיקות.

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 מיליוני 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 רבות. חוות דעת כלכליות בניית מודלים של תמחיר והמחרה. תכנון פיננסי וליוי עסקי של לקוחות, גם לצרכי מימון. חבר בוועדת השקעות של "דיבידנד" חברה בת לניהול תיקי השקעות. תפקיד מרכזי בהקמה של מנגנון "הקרן לעידוד עסקים קטנים", הכולל קביעת הקריטריונים להגשת בקשות אשראי, ותדרוך 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 בניזיקין, 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 שואו, הטעיה, מסירת מידע שאינו נכון ואינו מלא או מניעת מידע מצידכם 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