



בית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

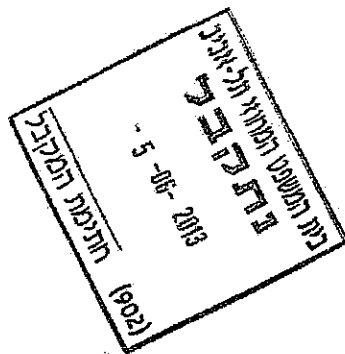
05 יוני 2013

פר"ק 42576-02-13 משמרת-חברה
לשירותי נאמנות בע"מ ואח' ג' אלביט
הדמיה בע"מ ואח'

אל (אלי): רו"ח רוני אלדואי

אישור על הגשת מסמך מסוג חוות דעת
مُصادقة على إبراز مُستند من نوع حוות دעת
מספר בקשה 16

ניתן אישור כי ביום (נصادق بهذا) 05 יוני 2013 בשעה (الساعة) 12:51
הוגש מסמך מסוג (قُدم مُستند من نوع) חוות דעת
בתיק (في قضية رقم) 42576-02-13 - משמרת-חברה לשירותי נאמנות בע"מ ואח' ג' אלביט
הדמיה בע"מ ואח'.



פר"ק 42576-02-13
בפני כב' סגנית הנשיאה
השופטת ו. אלשיך

בבית המשפט המחוזי
בתל אביב-יפו

בעניין:

סעיף 350 לחוק החברות, התשנ"ט – 1999
(להלן - "חוק החברות")

ובעניין:

אלביט הדמיה בע"מ (ח.צ. 52-0043035)
ממגדל אירופה, רח' ויצמן 2, תל אביב

ע"י גולדפרב זליגמן ושות'
מרחוב יגאל אלון 98, תל אביב
טל: 03-7101635; פקס: 03-7101618

"החברה":

וע"י פישר בכר חן וול אוריון ושות'
מרחוב דניאל פריש 3, תל אביב 64713, בניין "המגדל"
טל: 03-6944111; פקס: 03-6091116

ובעניין:

1. משמרת חברה לשירותי נאמנות בע"מ
בתוקף תפקידה כנאמן למחזיקי אגרות החוב (סדרה ג') של החברה

2. הרמטיק נאמנות (1975) בע"מ
בתוקף תפקידה כנאמן למחזיקי אגרות החוב (סדרה ד') של החברה

3. רזניק פז נבו ר.פ.נ. נאמנויות 2007 בע"מ
בתוקף תפקידה כנאמן למחזיקי אגרות החוב (סדרה ה') של החברה

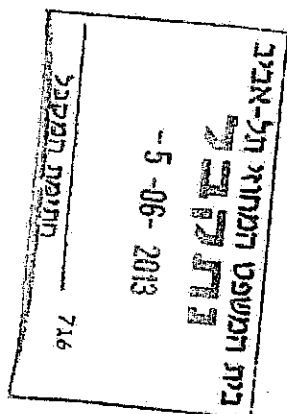
4. רזניק פז נבו נאמנויות בע"מ
בתוקף תפקידה כנאמן למחזיקי אגרות החוב (סדרה ו') של החברה

5. שיף הזנפרץ נאמנים (2004) בע"מ
בתוקף תפקידה כנאמן למחזיקי אגרות החוב (סדרה ז') של החברה

6. שטראוס לזר חברה לנאמנות (1992) בע"מ
בתוקף תפקידה כנאמן למחזיקי אגרות החוב (סדרה 1) של החברה

כולם ע"י קליר-בנימיני, משרד עורכי דין
ממגדל איילון, קומה 14
דרך אבא הלל 12, רמת גן 5250606
טל: 03-6423540; פקס: 03-6423541

"נאמני האג"ח":



ובעניין:

רו"ח רוני אלרואי
מרח' יונק הדבש 2, נס ציונה
טל': 052-3240888; פקס': 08-9302092

"המומחה";

ובעניין:

משמרת חברה לשירותי נאמנות בע"מ
בתוקף תפקידה כנאמן למחזיקי אגרות החוב (סדרות א' וב') של
החברה

"נאמן אג"ח א' - ב"ב";

ובעניין:

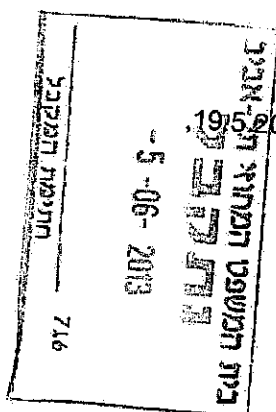
הכונס הרשמי
מרח' השלושה 2, תל אביב 61090
טל': 03-6899695; פקס': 02-6462502

"הכנ"ר";

חוות דעת מומחה

(לבחינת הסדרי חוב - חברת אלביט הדמיה בע"מ)

על פי החלטת ביהמ"ש הנכבד, בעקבות דיון מקדמי בהליך שבדון שנערך ביום 19.5.2013, מצורפת בזאת חוות דעת מומחה על פי סעיף 350 יח לחוק החברות בנושא שבדון.




רוני אלרואי, רו"ח
המומחה

רו"ח רוני אלרואי

**חוות דעת מומחה מטעם ביהמ"ש לבחינת הסדר חוב
חברת אלביט הדמיה בע"מ
פר"ק 42576-02-13**

בהתאם לסעיף 350 יח לחוק החברות

5 ביוני 2013

תוכן עניינים:

1. מבוא
2. תיאור תמציתי של החברה ועסקיה
3. פעולות שנעשו לצורך הכנת חוות הדעת
 - 3.1. החומר הנסקר
 - 3.2. פגישות שנערכו
4. התחייבויות החברה - סולו
 - 4.1. התחייבויות החברה למחזיקי אגרות החוב
 - 4.2. התחייבויות לבנקים
 - 4.2.1. בנק הפועלים
 - 4.2.2. בנק לאומי
 - 4.2.3. נושים נוספים
5. מצבת הנכסים של החברה
 - 5.1. פלאזה סנטרס
 - 5.2. חטיבת המלונות
 - 5.3. פעילות החברה בהודו (ללא החלק של פלאזה סנטרס)
 - 5.4. אלביט מדיקל
6. עסקאות בעלי עניין
7. בחינת חלוקה אסורה
8. ויתור על טענות - סעיפי פטור, שיפוי וביטוח
 - 8.1. כללי
 - 8.2. בדיקת הפעולות שבוצעו על ידי החברה
 - 8.2.1. רכישת אג"ח בידי החברה ובידי חברה בת
 - 8.2.2. מצגות שנעשו בידי החברה
 - 8.2.3. תביעות צדדים שלישיים
 - 8.3. קיום תניות פטור כלפי נושאי משרה ו/או דירקטורים בחברה וביטוח נושאי משרה
9. בחינת חלופת הפירוק
10. בחינת חלופת המכירה של החברה לצד ג'
11. היבטי מס

12. בחינת הסדרי החוב

12.1. שווי NAV אלביט

12.1.1. שווי NAV פלאזה סנטרס

12.1.2. שווי NAV הפעילות בהודו (50% חלקה של אלביט)

12.1.3. שווי NAV אלביט מדיקל

12.1.4. שווי NAV חטיבת המלונות

12.2. התייחסות לבנק הפועלים כנושה מובטח

12.3. תרומת בעלים ומניות שיוותרו בידי בעל השליטה

12.4. ויתור על טענות - פטור, שיפוי וביטוח

12.5. סוגיית השוויוניות בין סדרות קצרות וארוכות

12.6. סוגיית השוויוניות בין מחזיקים גדולים לקטנים

12.7. חלוקת מניות אלביט מדיקל לנושים הלא מובטחים

12.8. הבטחת אגרות החוב החדשות בשעבוד

13. מסקנות והמלצות

13.1. היקף החוב המקסימאלי לאחר ההסדר

13.2. היקף ההון שיקבלו הנושים הלא מובטחים מהמרת החוב כלפיהם

13.3. חלוקת מניות אלביט מדיקל לנושים הלא מובטחים

13.4. פטור כלפי נושאי משרה ו/או דירקטורים בחברה

13.5. יישום כללי ממשל תאגידי

13.6. שווי הסדרי החוב שנבחנו על ידי המומחה

1. מבוא

ביום 11.3.2013 לאחר הצטברות אירועים ונסיבות הקשורים ליכולת של אלביט הדמיה בע"מ (להלן: "החברה" או "אלביט") לעמוד בהתחייבויותיה כלפי נושיה (פירוט האירועים והנסיבות נכלל בפרק ד' לבקשת אלביט להורות על כינוס אסיפות של הנושים הבלתי מובטחים ושל בעלי המניות של החברה לצורך אישור הסדר לפי סעיף 350 לחוק החברות (להלן: "הצעת ההסדר של החברה"), שהוגשה לביהמ"ש המחוזי בתל אביב ביום 8.5.2013) ובעקבות בקשה למינוי מומחה לבחינת הסדר חוב בהתאם לסעיף 350 יח לחוק החברות במסגרת תיק פר"ק 42576-02-13 שהגישו הנאמנים למחזיקי אגרות החוב בשש מתוך שמונה סדרות אגרות החוב (סדרות ג' - ז' ו - 1), מוניתי על ידי ביהמ"ש הנכבד כמומחה לעניין הסדר החוב של החברה.

נכון למועד בו מוניתי כמומחה מטעם ביהמ"ש, כיהנו שלוש נציגויות של מחזיקי אגרות החוב של החברה, כדלקמן:

- נציגות מחזיקי אגרות חוב מסדרות ג' - ז' ו - 1 (להלן: "הנציגות המשותפת");
- נציגות סדרה א'; וכן
- נציגות סדרה ב'.

יצוין כי בכל תקופת הזמן החל ממינוי פעלו הנציגויות מבלי לשתף פעולה ביניהן. עם זאת ביום 22.4.2013 הודיע נאמן אג"ח סדרה א' כי מחזיקי אג"ח א' החליטו לפעול בשיתוף עם הנציגות המשותפת ועם יתר מחזיקי אגרות החוב של החברה, אל מול החברה ובעלי השליטה בה, לצורך קידום וגיבוש הסדר חוב מוסכם.

עוד יצוין כי ביום 12.5.2013 זימנתי אסיפה של כלל הנציגויות וכן מחזיקים מהותיים נוספים על מנת ליצור מנגנון שיתוף פעולה בין הנושים המהותיים בחברה.

ביום 22.5.2013 נמסר לי על ידי הנציגות המשותפת כי הרכב הנציגות המשותפת שונה ואליה התווספו נציגי קרן יורק וקרן DK בנוסף לחברי הנציגות שכיהנו עד לאותו מועד.

ביום 27.2.2013 פרסמה אלביט במערכת המגנ"א דיווח בנוגע למסמך עקרונות בלתי מחייב שגובש באותו מועד עם York Capital Management Global Advisors, LLC (להלן ולעיל: "קרן יורק") ועם Davidson Kemper Capital Management, LLC (להלן ולעיל: "קרן DK").

ביום 17.3.2013 פרסמה אלביט במערכת המגנ"א מצגת ובה עמדת הנציגות המשותפת דאז לקראת אסיפות מחזיקי אגרות החוב שהתקיימו באותו יום (להלן: "הצעת ההסדר של הנציגות המשותפת"). במסגרת מצגת שנערכה להצגת הצעת ההסדר של הנציגות המשותפת נכתב, בין השאר, בשקופית שכותרתה "אזהרות והסתיוגויות", כדלקמן:

"המצגת שלהלן נועדה להציג קווי מתאר כלליים להסדר, ששרטטה נציגות מחזיקי אגרות החוב כחלופה לעקרונות ההסדר שפרסמה החברה, על מנת שמחזיקי אגרות החוב יוכלו לערוך דיון, בדבר הדרך הנכונה להגן על זכויותיהם ולמקסם עבורם את התמורה מכוח אגרות החוב."

ביום 8.5.2013 הגישה אלביט לביהמ"ש את הצעת ההסדר של החברה.

ביום 13.5.2013 החליט ביהמ"ש הנכבד לקיים ב 19.5.2013 דיון מקדמי בהליך הנדון. בעקבות הדיון המקדמי, הורה ביהמ"ש הנכבד כי על המומחה להגיש עד ליום 6.6.2013 חוות דעת, בקשר עם שני ההסדרים שקיימים על הפרק (הצעת ההסדר של החברה והצעת ההסדר של הנציגות המשותפת).

- לפיכך, הנני מתכבד להגיש לביהמ"ש הנכבד חוות דעת זו ולהדגיש בהקשר זה, כדלקמן:
- חוות דעתי מתבססת על עקרונות שני ההסדרים אשר פורסמו והיו קיימים למועד מתן חוות דעתי זו: הצעת ההסדר של החברה והצעת ההסדר של הנציגות המשותפת, כפי שפורסמו בדיווחים המיידיים של החברה. במסגרת חוות דעתי זו אנתח את ההצעות הכלולות בשני ההסדרים האמורים ואבחן חלופות אחרות.
 - חוות דעתי מושתתת על המסמכים הכלולים ברשימת המקורות והמצגים שקיבלתי מהגורמים השונים כמפורט בפרק 3 לחוות דעת זו: "פעולות שנעשו לצורך הכנת חוות הדעת".
 - בחנתי את סבירות המצגים ואת רמתם המקצועית אך אינני אחראי לאמיתותם או להתממשות בפועל של תחזיות הכלולות בהם. לא ביצעתי ביקורת על החומר שהועבר אלי מאת החברה ואשר נחזה על ידי להיות מצגים מחייבים שניתנו בידי החברה וחוות דעתי מתייחסת לנתונים ולמצגים שקיבלתי כאל נתונים אובייקטיביים ועל בסיסם מנתחת את שני ההסדרים ואת החלופות האחרות.
 - לא ביצעתי הערכת שווי עצמאית לנכסי החברה. בחוות דעתי אני מסתמך על מחירי שוק, NAV, תזרימי מזומנים חזויים של החברה והון עצמי חשבונאי, באופן המוסבר בפרק 12 לחוות דעת זו: "בחינת הסדרי החוב".
 - ברצוני לציין כי למעט מידע שפורסם בציבור, לא נחשפתי ולא הובא לידיעתי כל מידע בכתב או בע"פ, על בעלת השליטה בחברה וחוות דעת זו עניינה החברה בלבד.
 - חוות הדעת נכתבה אך ורק לצורך בחינת שני ההסדרים שעל הפרק ואין לראות בה המלצה להשקעה בניירות ערך של החברה או של חברות מוחזקות על ידה.
 - פרטים על הכשרתי המקצועית ועל הכשרתו המקצועית של היועץ המשפטי בו נעזרתי כלולים בנספח א' לחוות הדעת. אני מצהיר כי אין לי כל אינטרס בתוצאות ההליך המשפטי ושאינ לי כל עניין אישי בחברה או בחברות הקשורות אליה.

2. תיאור תמציתי של החברה ועסקיה

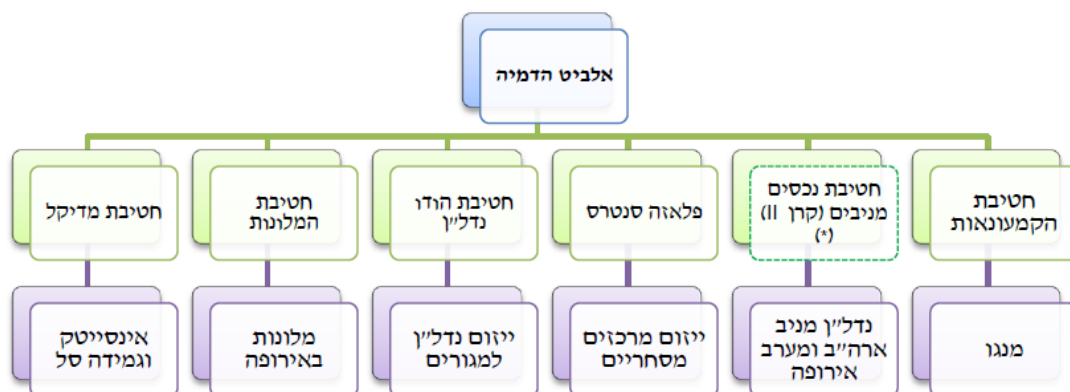
אלביט הינה חברה ציבורית דואלית, אשר מניותיה נסחרות הן בבורסת ה-NASDAQ והן בבורסה לניירות ערך בתל אביב בע"מ. כ- 50.4% מהון מניות החברה מוחזק בידי חברת אירופה ישראל, שבשליטת מר מרדכי זיסר, והיתר בידי הציבור.

אלביט פועלת בתחומים מגוונים, באמצעות מספר חטיבות פעילות:

- (א) חטיבת נדל"ן מסחרי הכוללת ייזום ובניית מרכזים מסחריים במרכז ובמזרח אירופה ובהודו;
- (ב) חטיבת נדל"ן למגורים - הכוללת ייזום ובניית פרויקטי נדל"ן למגורים ופרויקטים מעורבים (בהם המגורים מהווים סגמנט עיקרי) במרכז ובמזרח אירופה ובהודו;
- (ג) חטיבת המלונאות - הכוללת ייזום מלונאי וניהול מלונות באירופה;
- (ד) חטיבת נדל"ן מניב - העוסקת ברכישה, בניהול כולל ובהשכחה של נדל"ן מניב בארצות הברית ובמערב אירופה;
- (ה) חטיבת מדיקל - הכוללת מחקר ופיתוח, ייצור ושיווק בתחום המכשור הרפואי המבוסס על טכנולוגיית אולטרסאונד ממוקד לטיפולים רפואיים לא - פולשניים, ופיתוח טכנולוגיות להכפלת תאי גזע;
- (ו) חטיבת אופנה - העוסקת בהפצה ובשיווק של בגדי אופנה ואביזרים תחת המותג הספרדי "מנגו";
- וכן
- (ז) חטיבת היי-טק - הכוללת החזקות בחברת הזנק והשקעות הון סיכון אחרות.

פעילותה העסקית של אלביט, מתאפיינת במחזורי עסקים ארוכים יחסית בין תקופת פיתוח הנכסים לבין תקופת מימושם, מינוף גבוה ויחסי כיסוי נמוכים. בהתאם למחזור העסקים של החברה, היא נהנית מתקבולים גבוהים בתקופות בהן היא מממשת נכסים, ובתקופות הביניים היא מבצעת השקעות בבניית פורטפוליו הנכסים. בין מימושי הנכסים, המודל העסקי מסתמך במידה רבה על קופת המזומנים ויכולת מחזור החוב של החברה.

להלן תיאור סכמטי של מבנה פעילויות החברה (מובהר כי החברה אינה בעלת השליטה המלאה בכל הפעילויות המפורטות בתרשים שלהן):



להרחבה בנוגע לתיאור החברה ועסקיה ראו בפרק ב' להצעת ההסדר של החברה כפי שהוגשה לביהמ"ש.

3. פעולות שנעשו לצורך הכנת חוות הדעת

3.1. החומר הנסקר

- דוחות כספיים שנתיים של החברה לשנים 2011 ו-2012.
- דוחות כספיים שנתיים של Plaza Centers NV (להלן: "פלאזה סנטרס") לשנים 2011 ו-2012.
- דוחות כספיים שנתיים של אלביט מדיקל לשנים 2011 ו-2012.
- מצגות של החברה למשקיעים שפורסמו במהלך השנים 2011 - 2013.
- פרוטוקולים וחומר שהוצג בפני הדירקטורים של החברה בישיבות הדירקטוריון של החברה בשנים 2006 - 2013.
- פרוטוקולים וחומר שהוצג בפני בעלי המניות של החברה באסיפות כלליות של בעלי המניות של החברה מאז שנת 2011.
- דוחות חברות הדירוג לחברות: אלביט ופלאזה סנטרס במהלך השנים 2011 - 2013.
- מכתב כוונות מקרן השקעות זרה בקשר להעמדת מימון לחברה.
- דוחות מקורות ושימושים של החברה בשנים 2012 - 2013.
- תחזית תזרים מזומנים לשנים 2013 - 2015 לחברה ולחברה הבת פלאזה סנטרס.
- פירוט מצבת הנכסים וההתחייבויות של החברה והחברה הבת פלאזה סנטרס.
- נייר מרכז בדבר הפחתות שווי שביצעה החברה בקשר עם נכסיה ונכסי החברה הבת פלאזה סנטרס בשנים 2010 - 2013.
- הערכת שווי שנערכה על ידי *Colliers International* בקשר עם מלון החברה בבוקרשט מיום 25.1.2013.
- הערכת שווי שנערכה על ידי *Jones Lang Lasalle* בקשר עם קרקע לפיתוח שבבעלות פלאזה סנטרס בבוקרשט (Casa Radio) מיום 31.12.2012.
- דוחות תקציב בקשר מלון החברה בבוקרשט.
- הצעת הסדר החוב של החברה כפי שהוגשה לביהמ"ש על נספחיה.
- הצעת הסדר החוב של הנציגות המשותפת כפי שפורסמה במגנ"א ביום 17.3.2013.
- תחשיב של החברה בדבר חבות המס שתיווצר לחברה במימוש מניות אלביט מדיקל טכנולוג'יס בע"מ.
- חוות דעת בעניין שווי נכסי אלביט הדמיה בחלופת פירוק שנערכה על ידי פרופ' אמיר ברנע מיום 3.6.2013.

3.2. פגישות שנערכו

- לצורך גיבוש חוות הדעת, ולצורך קידום הליך המו"מ לשם הגעה להסדר, קיים המומחה פגישות וניהל שיחות טלפוניות עם הגורמים הבאים:
- נאמני אגרות החוב השונים ובאי כוחם;
 - הנציגויות השונות של מחזיקי האג"ח;
 - נושאי משרה בחברות: אלביט, פלאזה סנטרס ואלביט מדיקל לרבות מר מרדכי זיסר;
 - יועציה המשפטיים החיצוניים של החברה;
 - עו"ד יובל ברק - גיזה זינגר אבן - בתפקידו כיועץ חיצוני של החברה.
 - ד"ר גד פניני - בתפקידו כיועץ כלכלי של הדירקטורים החיצוניים של החברה.
 - נציגי קרן יורק ובאי כוחה;
 - נציגי קרן DK ובאי כוחה;
 - עו"ד גיורא ארדינסט - בא כוח בנק הפועלים; וכן
 - נושאי תפקידים בכירים - כנ"ר.

4. התחייבויות החברה - סולו

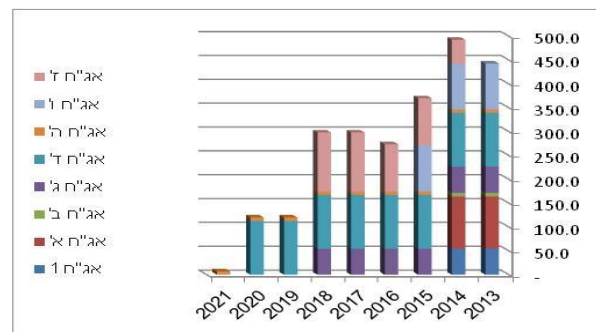
4.1. התחייבויות למחזיקי אגרות החוב

אלביט הנפיקה החל משנת 2006 אגרות חוב, שאינן מבוטחות בשעבודים, בשמונה סדרות שונות (לרבות הרחבת סדרות לאורך התקופה), בערך נקוב של כ- 3.03 מיליארד ₪. חוב זה עומד נכון ליום 31.3.2013 על סך של כ- 2.42 מיליארד ₪.

פרטים אודות אגרות החוב של החברה

שם נייר	מועד הנפקה	ערך נקוב מקורי	ערך נקוב מתואם	ריבית נקובה	הצמדה	מח"מ	תאריך פדיון קרוב	תאריך פדיון אחרון	פירעון קרן
אג"ח 1	7.2009	112	108 (7)	6.25%	אג"ח להמרה	0.7	31.12.2013	31.12.2014	2 תשלומים שנתיים החל מחודש דצמבר 2013
אג"ח א'	2.2006	598	177 (1)	6%	מדד	0.3	20.08.2013	20.02.2014	תשלומים חצי שנתיים החל מחודש פברואר 2009
אג"ח ג'	8.2006	459	272	5.3	מדד	1.08	01.09.2013	01.09.2018	תשלומים שנתיים החל מחודש ספטמבר 2009
אג"ח ב'	2.2006	70	20 (2)	L+2.65%	דולר	0.63	20.08.2013	20.02.2014	תשלומים חצי שנתיים החל מחודש פברואר 2009
אג"ח ד'	3.2007	751	741 (3)	5%	מדד	1.96	01.04.2013	01.04.2020	תשלומים שנתיים החל מחודש אפריל 2013
אג"ח ה'	9.2007	66	53 (4)	6.30%	מדד	1.2	01.07.2013	01.07.2021	תשלומים שנתיים החל מחודש יולי 2012
אג"ח ו'	9.2007	508	244 (5)	5.70%	מדד	0.6	01.10.2013	01.10.2015	תשלומים שנתיים החל מחודש אוקטובר 2010
אג"ח ז'	7.2009	471	454 (6)	5.08%	מדד	2.55	31.12.2014	31.12.2018	תשלומים שנתיים החל מחודש דצמבר 2014
		3,034	2,069						
			2,423						
(1) יתרה בניכוי סך של 845 אש"ח עב. שמחוזק על ידי החברה									
(2) יתרה בניכוי סך של 603 אש"ח עב. שמחוזק על ידי החברה									
(3) יתרה בניכוי סך של 5.2 מיליון ש"ח עב. שמחוזק על ידי החברה									
(4) יתרה בניכוי סך של 5.3 מיליון ש"ח עב. שמחוזק על ידי החברה									
(5) יתרה בניכוי סך של 7.2 מיליון ש"ח עב. שמחוזק על ידי החברה									
(6) יתרה בניכוי סך של 11.8 מיליון ש"ח עב. שמחוזק על ידי החברה									
(7) יתרה בניכוי סך של 3.6 מיליון ש"ח עב. שמחוזק על ידי החברה									

פירוט לוח הסילוקין של אגרות החוב (גרף)



פירוט לוח הסילוקין של אגרות החוב (טבלה)

אג"ח 1	אג"ח א'	אג"ח ב'	אג"ח ג'	אג"ח ד'	אג"ח ה'	אג"ח ו'	אג"ח ז'	סה"כ	
55	109	8	55	113	7	96	0	443	2013
55	109	8	55	113	7	96	49	492	2014
			55	113	7	96	99	370	2015
			55	113	7		99	274	2016
			55	113	7		125	299	2017
			55	113	7		124	298	2018
				113	7			120	2019
				113	7			120	2020
				7	7			7	2021
110	218	16	328	905	62	289	496	2,423	סה"כ

דירוג אגרות החוב של החברה

למועד חוות דעת זו, אגרות החוב של החברה מדורגות על ידי מדרוג בדרגה של Ca עם אופק שלילי ובדירוג של D על ידי מעלות.

בחודש פברואר 2013, פרסמה חברת מדרוג דוח מעקב שבו בחנה את תרחיש ה- RUN OFF של החברה. על פי תרחיש ה- RUN OFF מדרוג מעריכה, כי שיעור ההפסד הצפוי לבעלי האג"ח תואם את רמת הדירוג הנוכחי (Ca), המשקף הסתברות גבוהה ששיעור ההפסד הצפוי ינוע בין 30%-50%, כאשר מידרוג מעריכה, כי קיימת סבירות גבוהה לשיעור הפסד גבוה בתוך הטווח האמור.

מדרוג מציינת כי קיימת תנודתיות רבה בין תרחישי הרגישות, המשקפת שינויים בשווי שוק של מניות סחירות, יכולת לחלץ תזרים בגין פרמיית שליטה בפלאזה סנטרס וכדומה.

היסטוריית דירוג - אלביט הדמיה			
תאריך	מעלות	תאריך	מידרוג
02.2013	D	02.2013	CA שלילי
02.2013	ilCC'	01.2013	B2
12.2012	ilB/Negative	08.2012	Baa3 שלילי
06.2012	ilBBB+/Negative	11.2011	Baa1 שלילי
09.2011	ilBBB+/Negative	08.2011	A3 שלילי
05.2011	ilAWatch Negative	03.2009	A2 שלילי
09.2010	ilA/Negative	08.2006	A1
03.2009	ilA/Stable		
06.2007	+A		

שעבודים ובטוחות לטובת מחזיקי אגרות החוב

לטובת מחזיקי האג"ח לא נרשמו שעבודים או הועמדו בטוחות. יחד עם זאת למחזיקי אג"ח עומדות עילות להעמדת האג"ח לפירעון מיידי, אשר בחלקן התממשו.

רכישה עצמית של אגרות חוב על ידי החברה

בחודש מאי 2011, אישר דירקטוריון החברה ביצוע רכישה חוזרת (BuyBack) של עד 150 מיליון ₪ (כ- 43 מיליון דולר) של סדרות אגרות החוב של החברה (1, א' - ז'). בחודש נובמבר 2012, אישר דירקטוריון החברה הרחבה של תוכנית הרכישה העצמית עד לסך של 125 מיליון ₪ נוספים מעבר להיקף הרכישה העצמית שבוצעה על בסיס האישור הקודם (כ- 33 מיליון דולר). בהתאם לדיווחי החברה, עולה כי החברה ביצעה רכישה עצמית בהיקף כולל של כ- 146 מיליון ₪ מכלל הסדרות על ידי החברה (כ- 25 מיליון ₪) ועל ידי חברה בת (כ- 121 מיליון ₪).

למועד חוות דעת זו מוחזקות בידי חברה בת 34.7 מיליון ₪ ע"נ אגרות חוב מכלל הסדרות אשר נרכשו במסגרת העסקאות האמורות, ולחברה אין התחייבויות כלפי צדדים שלישיים בקשר עם מימון הרכישות האמורות.

4.2. התחייבויות לבנקים

לצורך מימון פעילות החברה וחברות הקבוצה, במהלך כעשור, נטלה אלביט אשראים מבנק הפועלים (אשראי אשר מובטח בשעבודים) ומבנק לאומי (אשראי שקיימת מחלוקת לעניין היותו מובטח בשעבוד כלשהו, ראה סעיף 4.2.2 להלן) שיתרתם המצטברת נכון להיום עומדת על כ- 280 מיליון ₪. מעבר לכך, חברות בקבוצה נטלו מימון מתאגידים בנקאיים, בעיקר זרים, לצורך ביצוע פרויקטים שונים, אשר רובם ככולם מובטחים בשעבודים על נכסים ספציפיים. למיטב ידיעת המומחה ועל פי נתונים שנמסרו מאת החברה, בחלק מההלוואות נמצאת החברה בהפרה של התחייבויות שונות "Cross Default" אשר אינן נוגעות לשירות החוב לאותם בנקים זרים במישרין אלא לערבויות שניתנו בידי החברה לאותן הלוואות, אולם הבנקים הזרים טרם נקטו בהליכים בעניין הפרות אלו.

4.2.1. בנק הפועלים

בחודש מרץ 2011 העמיד בנק הפועלים הלוואה בסך של כ- 70 מיליון דולר לחברה (המגובה בבטוחות). יתרת ההלוואה נכון ליום 31 במרץ 2013 הינה כ- 64 מיליון דולר (ההלוואה עומדת לפירעון בין השנים 2011 - 2017). ההלוואה נושאת ריבית שנתית דולרית בגובה של ליבור + 3.8% (במידה ויחס ה-LTV עולה על 0.7, הריבית תעלה ב- 2.5% נוספים).

לטובת בנק הפועלים הועמדו הבטוחות הבאות:

- פיקדון בגובה החלויות השוטפות של הקרן והריבית לשנה העוקבת (מופקד לטובת בנק הפועלים סך של 8 מיליון דולר).
- שעבוד של כ- 29% מהון המניות של החברה הבת פלאזה סנטרס.
- שעבוד על תקבול עתידי בסך של כ- 9.4 מיליון אירו, האמור להיות משולם על ידי חברת פארק פלאזה בשנת 2015 בגין רכישת פרוטפוליו המלונות של החברה בלונדון.
- שעבוד על מניות החברה הבת אלביט אופנה.
- התניות פיננסיות - החברה התחייבה ליחס LTV לשווי השוק של מניות פלאזה סנטרס בשיעור של 0.75. כמו כן, קיימות התניות פיננסיות לגבי יחסים פיננסיים בדוחות הכספיים של החברה, אישור על שינוי שליטה בחברה ובפלאזה סנטרס.
- קיום סעיף של Cross Default - בהתאם לדיווחי החברה, עולה כי אינה עומדת בהתניות הפיננסיות כאמור, ולבנק הפועלים יש זכות להעמיד את ההלוואה לפירעון מיידי, לרבות זכות למימוש מניות פלאזה סנטרס.

בהקשר זה יצוין, להשלמת התמונה, כי מרבית מניות החברה המוחזקות על ידי אירופה ישראל בע"מ משועבדות לבנק הפועלים בשעבוד קבוע בדרגה ראשונה וללא הגבלה בסכום, וזאת להבטחת חובותיהן של אירופה ישראל בע"מ וחברת מרכזי שליטה בע"מ (החברה באמצעותה מחזיק מר מרכזי זיסר, מנכ"ל החברה ובעל השליטה בה, באירופה ישראל בע"מ) לבנק הפועלים. בהתאם לכך, מונה ביום 4.4.2013 עו"ד גיורא ארדינסט כנאמן מטעם בית המשפט למניות אלביט המוחזקות בידי אירופה ישראל.

4.2.2. בנק לאומי

במהלך חודש מאי 2011 נטלה החברה שתי הלוואות מבנק לאומי בסך כולל של כ- 16 מיליון דולר, אשר שימשו לפירעון הלוואות שהיו קיימות באותו מועד לבנק לאומי (להלן: "ההלוואות המקוריות") באופן שסכום של 11.75 מיליון דולר ישולם לפי לוח סילוקין בתקופה שבין 30.6.2011 ועד 31.3.2016. וסכום נוסף של 4.35 מיליון דולר ישולם בחודש מרץ 2016). נכון להיום יתרת החוב לבנק כ- 13.25 מיליון דולר (לאחר שהבנק ביצע קיזוז של יתרת הפירעון לחודש מרץ 2013). לטובת הבנק נרשמו שעבודים בסך של כ- 8 מיליון ₪, בקשר עם ההלוואות המקוריות, אולם שעבודים אלו לא נמחקו עם פירעון אותן הלוואות. לפיכך, לחברה יש השגות לגבי תקפות השעבוד. כמו כן, ההסכם כולל התניות פיננסיות.

ביום 19.3.2013 הודיע בנק לאומי לחברה כי לנכח הצהרתה, כי התשלומים המגיעים לו על- פי הסכם ההלוואה שבינו לבין החברה לא ישולמו, הרי שהוא מעמיד את ההלוואה לפירעון מיד.

להרחבה ראו סעיף 140 בפרק ט.3. להצעת ההסדר של החברה כפי שהוגשה לביהמ"ש.

4.2.3. נושים נוספים

בהתאם למצגי החברה כפי שנמסרו למומחה, חובותיה של אלביט לנושים הבלתי מובטחים שאינם נושים פיננסיים עומדים נכון ליום 31.3.2013 על סך של כ- 9 מיליון ₪. לחברה לא ידוע על נושים פיננסיים שהם גם בעלי מניות של החברה ולא ידוע לה על קיומם של נושים בעלי זיקה לחברה.

לעניין חשיפת המס האפשרית של החברה ראה פרק 11 להלן.

5. מצבת הנכסים של החברה

5.1 פלאזה סנטרס

פלאזה סנטרס הינה חברה ציבורית הנסחרת בבורסת לני"ע בלונדון (LSE: PLAZ) ובבורסה לני"ע בוורשה (WSE: PLAZ/PLAZACNTR) ומוחזקת בשיעור של כ- 62.5% על ידי החברה.

הפעילויות העיקריות של פלאזה סנטרס הן בעלות על שבעה קניונים פעילים אשר הוקמו ומופעלים על ידה וכן פרויקטים בהודו בתחום המגורים, המשרדים והמסחר. כמו כן, לפלאזה סנטרס קרקעות במספר אתרים במזרח אירופה אשר מומנו מהונה העצמי ואין משועבדות.

דירוג אגרות החוב של פלאזה סנטרס

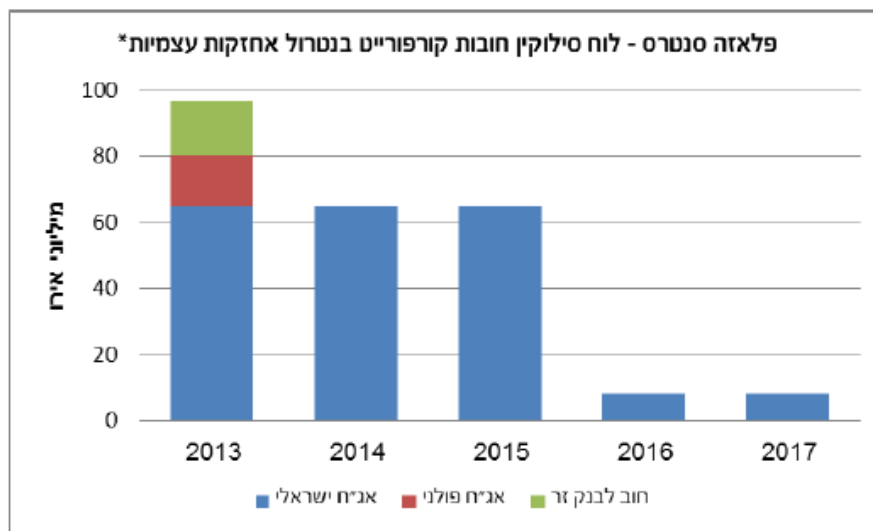
בחודש מרץ 2013 פרסמה חברת מדרוג דוח ובו הורד דירוג אגרות החוב שהונפקו על ידי פלאזה סנטרס (מדירוג Baa1 לדירוג Ba1 והותרת אופק שלילי) מדרוג מציינת כי הורדת הדירוג מתבססת, על המשך השחיקה ביתרות הנזילות של פלאזה סנטרס לצד היעדר נגישות מתמשך לשוק ההון, אשר מעלים את התלות של פלאזה סנטרס במימוש נכסים, כבר בטווח הבינוני - קצר.

מדרוג מעריכה, כי מימוש הנכסים צפוי להיות מאתגר עבור פלאזה סנטרס, זאת משום שמקורותיה כוללים בעיקר קרקעות בכלכלות חלשות ומרכזים מסחריים מניבים אשר פוטנציאל השווי שלהם טרם מוצה, זאת לאור עיכוב בהשבחת הפרמטרים התפעוליים, הנובע, בין היתר, מתנאי השוק.

עוד מציינת מדרוג כי צבר הקרקעות הנוכחי אשר, כאמור, פרוס ברובו בשווקים אשר טרם התאוששו מהמשבר הכלכלי, מקשה על יכולת פלאזה סנטרס להרחיב את מצבת הנכסים המניבים. בפרט, ניתוח הרכב הקרקעות מצביע על חשיפה מהותית לקרקעות ברומניה, אשר המהותית ביניהן הינה "קאסה רדיו" (בה הקרקע, לרבות עלות הקמת הפרויקט עצמו, הינה משמעותית ביותר ביחס להיקף פרויקטים שניתן לבצע בכלכלה זו, דבר שעשוי להקשות על פלאזה סנטרס, הן בקבלת מימון לצורך פיתוח מלא של הפרויקט והן במציאת משקיעים ושותפים) וכן חשיפה לפעילות בהודו, אשר פלאזה סנטרס טרם הוכיחה יכולת מימוש הפוטנציאל הקיים בפעילות זו, לרבות חילוץ תזרימים.

מדרוג מעריכה את גמישותה הפיננסית של פלאזה סנטרס כנמוכה, זאת לאור העובדה כי נכסיה שאינם משועבדים הינם קרקעות באזורים בהם ישנם קשיי מימוש ו/או קבלת מימון בגין קרקעות וכן לאור העובדה כי נכסי פלאזה סנטרס המניבים משועבדים ב-LTV שאינו מאפשר הגדלת חוב מהותית לצורך יצירת תזרים שיורי (מלבד פרויקט Torun Plaza).

לוח הסילוקין של פלאזה סנטרס לשנים 2013-2015 כולל פירעון אג"ח בהיקף של כ- 65 מ' יורו לשנה (בנטרול אחזקות עצמיות). בנוסף, בשנת 2013 על החברה לפרוע חוב ברמת המטה בהיקף של כ- 30 מ' אירו (אג"ח שהונפקו בפולין).



(*) מקור נתונים: דוח מדרוג 3/2013

5.2. חטיבת המלונות

נכון להיום, כוללת חטיבת המלונות 2 מלונות הממוקמים בערים אנטוורפן (בלגיה), מלון בעיר בוקרשט (רומניה) וכן קרקע המיועדת לפיתוח כמלון בעיר טבריה.

מלון בעיר בוקרשט:

המלון מאוגד כחברה ציבורית ברומניה המוחזקת על ידי החברה (חלק החברה 77%), קרן פנסיה רומנית (12%) + ציבור. המלון נרכש בשנת 2000 ונפתח אל תוך המשבר הפיננסי באוגוסט 2008. רכישת המלון מומנה במקור בהלוואה שמוחזרה מחדש בשנת 2011 וסכומה כיום הינו כ- 59 מיליון יורו. לעניין הפרה של התחייבויות "Cross Default" ראה סעיף 4.2 לעיל. על פי הערכת שווי שבוצעה על ידי *Colliers International* נאמד שווי המלון בכ- 170 מיליון יורו. הערכת השווי נקבעה על בסיס NOI עתידי של המלון (המתחשב, בין השאר, בתוכניות השבחה עתידיות) שהוא גבוה מה NOI הנוכחי שלו.

מלונות בעיר אנטוורפן:

מלון אסטריד - רכישת המלון מומנה באמצעות הלוואה מבנק הפועלים. יתרת ההלוואה כ- 17.5 מיליון יורו שעתידה להיפרע בשנת 2016 (קיימת ערבות של אלביט). המלון זקוק לשיפוץ מסיבי. **פארק אין** - רכישת המלון מומנה בהלוואה בסך של 6 מ' יורו.

קרקע המיועדת למלון בעיר טבריה:

החברה חכרה ממנהל מקרקעי ישראל קרקע בטבריה ששווייה כיום, להערכת החברה, כ- 11.6 מיליון יורו. לגבי הקרקע יש צורך לקבל היתרים ונדרשת השקעה לצורך הפיתוח.

5.3. פעילות החברה בהודו (ללא החלק של פלאזה סנטרס)

כחלק מאסטרטגיית החברה לגוון את מקורות התזרים שלה ומתוך כוונה לייצר תזרים פרמננטי, נכנסה החברה להשקעה בפעילות של ייזום למגורים בהודו.

מרבית הפרויקטים מבוצעים בהשקעה משותפת עם יזמים מקומיים שלטענת החברה הינם בעלי ניסיון רב בתחום המגורים, אשר הקימו בהודו פרויקטי מגורים בהיקף של אלפי יחידות דיור. החברה מעריכה כי סיימה את השלב המשמעותי של רכישת הקרקעות, בו נדרשה להשקעות הון עצמי משמעותיות.

פרויקט בנגלור - פרויקט מגורים המתוכנן להיבנות על חטיבת קרקע בהיקף של כ- 667 דונם. בשלב ראשון, מתוכננת לקום שכונת מגורים יוקרתית שתכלול למעלה מ- 1,000 יחידות צמודי קרקע.

פרויקט צ'נאי - (בבעלות אלביט פלאזה הודו¹ - 80%, שותף מקומי - 20%) - בפרויקט המגורים בעיר צ'נאי הצליחה החברה לאחד ולרכוש חטיבת קרקע רציפה בשטח של כ- 360 דונם, בצמוד לפארק טכנולוגיה גדול אשר צפוי בשנים הקרובות, על פי הערכת החברה, לאכלס מעל ל- 300,000 עובדים.

הקמת הפרויקט צפויה להערכת החברה להתבצע במסגרת הסכם קומבינציה עם חברה מקומית שלטענת החברה הינה חברה מובילה בתחום הבנייה למגורים, אשר במסגרתו צופה אלביט פלאזה הודו לקבל חלק מתקבולי המכירה של יחידות המגורים בפרויקט ומקדמה אשר תתקבל במספר אבני דרך. לטענת החברה, בימים אלו, מתנהל מו"מ לגיבוש הסכם קומבינציה כמפורט לעיל. חברת הפרויקט ההודית עתידה להתחיל את שיווק הפרויקט בשנת 2013. בשני פרויקטי המגורים הנ"ל מעריכה החברה כי היא לא תידרש להשקיע הון עצמי משמעותי נוסף.

עלות פרויקטי המגורים במידע הכספי של החברה מסתכמת, נכון ל- 31.12.2012 בכ- 885 מיליוני ₪ (חלקה של אלביט סולו מסתכם בכ- 442 מיליוני ₪ והיתרה מהווה את חלקה של פלאזה סנטרס). כנגד עלות זאת, אין לחברה חוב ברמת הנכסים.

¹ אלביט פלאזה הודו מוחזקת 50% על ידי החברה ו- 50% על ידי פלאזה סנטרס.

5.4. אלביט מדיקל

החברה מחזיקה בשיעור של 93.4% בדילול מלא בחברת אלביט מדיקל טכנולוג'יס בע"מ (להלן: "אלביט מדיקל"). אלביט מדיקל (נסחרת ברשימת השימור), הינה חברת החזקות אשר לה שתי החזקות משמעותיות:

- החזקה בכ- 64.3% בחברת Insightec (פועלת בתחומי האונקולוגיה, הגניקולוגיה והנירולוגיה ומפתחת מערכת טיפול לא פולשני מונחה הדמיה לטיפול בגידולים שפירים וממאירים).
 - החזקה בכ- 30.8% בחברת Gamida (מפתחת טיפולים למלחות קשות וחשוכות מרפא כגון: סרטן, מחלות דם שונות ומחלות אוטואימוניות)
- החברות הפועלות בתחום הביו-מד, כאשר אלביט מדיקל הינה בעלת המניות הגדולה ביותר בכל חברה.

6. עסקאות בעלי עניין

כפי שעולה מדוחותיה כספיים של החברה, עסקאות שנעשו בין החברה לבין בעלי עניין ו/או בעלי שליטה בה כוללות:

- התקשרות בהסכמים עם בעל השליטה לעניין העסקתו בחברה, וכן התקשרות עם חברה בשליטת בעל השליטה (מרכזי שליטה בע"מ) לעניין העמדת שירותים שונים לרבות ייזום, פיתוח, תכנון וביצוע של פרויקטים שונים בתחום הנדל"ן שהחברה מבצעת, תמורת שיעור מסוים מהיקף הפרויקט. הסכם השירותים אושר בידי אסיפת בעלי המניות בחברה בשנת 2006. ההסכם פג בחודש מאי 2011 ומוחל נכון למועד חוות דעת זו, רק לגבי פרויקטים שהפעילות בגינם החלה קודם למועד תום תוקף ההסכם.
- הסכם קבלת שירותי ניהול מבעל השליטה על פיו מעמיד מר זיסר שירותי ניהול לחברה, באמצעות חברה בשליטתו. ההסכם אושר באסיפת בעלי מניות בחברה בשנת 2006 ושוב בשנת 2010. ההסכם עתיד להיות מובא בפני אסיפת בעלי מניות בשנת 2013 (טרם הועלה לדיון) ובאם לא יאושר בידי האסיפה, יבוא לקיצו.

אין ממצאים לעניין עסקאות בעלי עניין ו/או עסקאות עם בעל השליטה בחברה אשר לא אושרו כדין. יש להבהיר שבדיקת המומחה התמקדה בדרכי האישור וחוקיות ההתקשרות, והמומחה לא בדק האם בעל השליטה עמד בהתחייבויותיו החוזיות כלפי החברה מכוח ההסכמים האמורים.

7. בחינת חלוקה אסורה

בתקופה של 3 השנים האחרונות, החברה לא חילקה רווחים לבעלי מניותיה. בשנת 2010 נרכשו בידי חברה בת, מניות של החברה. עסקה זו אושרה בידי דירקטוריון החברה לאחר שהוצג בפני הדירקטוריון כי החברה עומדת במבחני החלוקה כקבוע בסעיף 309 לחוק החברות. בנוסף, בוצעו בידי החברה (לרבות באמצעות חברה בת) עסקאות של רכישת אג"ח רשומות למסחר של החברה, בשנים 2011 ו- 2012. עסקאות אלו אינן מהוות "חלוקה" כהגדרתה בחוק החברות הואיל והאג"ח שנרכשו אינן אג"ח להמרה.

לעניין פירוט עסקאות רכישת האג"ח, כאמור לעיל, ראה סעיף 4.1 לעיל.

8. ויתור על טענות - סעיפי פטור, שיפוי וביטוח

8.1 כללי

לצורך בחינת ההסדר המוצע, פעל המומחה על בסיס העקרונות שהתוותה רשות ניירות ערך במסגרת הודעה שנמסרה לבית המשפט בעניין קמן אחזקות בע"מ (פר"ק 40912-11-12) - לצורך ביצוע הערכה אפקטיבית של עילות התביעה האפשריות, לרבות ניתוח העילות הפוטנציאליות, הנזק הניתן לפיצוי וכד'. בנוסף, נבחן עניין הפטור לאור העקרונות שנקבעו בפסיקתה של כב' סגנית הנשיאה השופטת גב' ורדה אלשיך, בעניין אפריקה ישראל להשקעות בע"מ (להלן: "אפריקה ישראל") (פר"ק 10344-11-09) לרבות לעניין פעולות שנעשו בידי אפריקה ישראל קודם למועדי ההפרה (כגון מצגות לציבור) וכן התייחסותה לעניין "פדיון זכות התביעה אישית" כמפורט בסעיף 19 להחלטתה באותו עניין מיום 21.12.2009. למען הסר ספק, סעיף הפטור המדובר הינו פטור כקבוע בסעיף 259(א) לחוק החברות.

8.2 בדיקת הפעולות שבוצעו על ידי החברה

מבדיקת פעולות שנעשו בידי החברה בתקופה שקדמה להודעת החברה על הפסקת תשלומי הקרן והריבית לסדרות האג"ח (הודעה מיום 3.2.2013), עולה שנעשו מספר פעולות אשר, לכאורה, עשויות להיות נחזות כהפרת חובת זהירות של דירקטורים ו/או נושאי משרה בחברה (יובהר כי אין באמור להלן כדי להוות חוות דעת לעניין עצם הפרת חובת הזהירות בביצוע פעולות כאמור, אשר צריכה להבחן לגופו של עניין לאור המידע שהיה בפני נושאי המשרה במועד ביצוע העסקאות ואשר אינה בסמכותו של המומחה):

8.2.1 רכישת אג"ח בידי החברה ובידי חברה בת (ראה סעיף 4.1 לעיל)

החברה התקשרה בהסכמים למימון רכישת אג"ח רשומות למסחר, בשנים 2011 ו- 2012. מימון רכישת האג"ח נעשה בחלקו מהונה העצמי של החברה ובחלקו ממימון חיצוני שהועמד בידי צדדים שלישיים. רכישת אגרות החוב מבין הסדרות השונות נעשתה באופן עיוור ובכפוף להתחייבות שניתנה מאת החברה לנאמנים לעניין דרך מימוש רכישת האג"ח.

כפי שנמסר למומחה מאת החברה, למועד הכנת חוות דעת זו נסגרו כל העסקאות אל מול הצדדים השלישיים, ולחברה אין חובות כלפי אותם צדדים שלישיים.

עם זאת, אישור לביצוע עסקה לרכישת אגרות חוב בסמיכות זמנים למועד החלטת החברה בדבר הפסקת תשלומים למחזיקי אגרות חוב (מדובר על עסקת רכישת אגרות החוב השניה שאושרה בחודש נובמבר 2012) ולאחר שנעשו פניות לחברה מאת מחזיקי אגרות חוב שונים עשויה, לכאורה, להראות כפעולה המעלה עילת תביעה אפשרית בגין הפרת חובת זהירות כנגד החברה, וזאת בשל השימוש בכספים בקופת החברה לצורך מימון רכישת אגרות חוב ובכך דילול קופת המזומנים של החברה אשר, לכאורה, אמורה היתה לשמש לתשלומים למחזיקי האג"ח, וכן חשיפת החברה להתחייבויות כלפי צדדים שלישיים.

8.2.2. מצגות שנעשו בידי החברה

הועברו לעיון המומחה מצגות שנעשו בידי החברה, אשר מיועדות בין היתר למחזיקי אגרות החוב של החברה, במהלך חודש ינואר 2013, בסמוך מאד לפני החלטת החברה בדבר הפסקת התשלומים למחזיקי אגרות החוב ולאחר שכבר נעשו פניות וכוונסו אסיפות מחזיקים שעניין החשש ליכולת הפירעון של אגרות החוב, ומבלי שניתן באותן מצגות גילוי מפורש לעניין החשש ליכולת הפירעון, ובאופן שלכאורה (ובהעדור אמירה אחרת) ניתן היה ללמוד ממנו כי החברה תעמוד בהתחייבויותיה במהלך שנת 2013. מצגות כאמור עשויות ליצור עילת תביעה אפשרית כנגד החברה ומכאן חשש להפרת חובת הזהירות כלפי החברה.

8.2.3. תביעות צדדים שלישיים

כנגד החברה תלויות ועומדות מספר רב של תביעות צדדים שלישיים (לרבות מחזיקי אגרות חוב ואחרים) בגין פעולות שנעשו לכאורה בידי החברה ו/או נושאי משרה בה, אשר טרם התבררו ועשויות, במידה ויימצאו מוצדקות בידי בית המשפט, להעמיד עילה להגשת תביעה בגין הפרת חובת זהירות כנגד מי מנושאי המשרה ו/או הדירקטורים.

8.2.4. חלוקה אסורה

לא נמצאו בידי המומחה ממצאים המעלים עילות תביעה בקשר עם חלוקה אסורה ו/או אישור עסקאות שלא כדין, בידי החברה (ראה גם סעיף 6 ו-7 לעיל). כמו כן, לא נמצאו בידי המומחה ממצאים לפיהם נעשתה הפרה לכאורה של הוראות סעיף 106 לחוק החברות.

8.3. קיום תניות פטור כלפי נושאי משרה ו/או דירקטורים בחברה וביטוח נושאי

משרה

באסיפת בעלי מניות שכונסה בחברה בחודש דצמבר 2011 אושר נוסח תקנון הכולל סעיף פטור לנושאי משרה ודירקטורים. מבלי לגרוע מהאמור, הוצגו בפני האסיפה ואושרו על ידה שני נוסחים שונים של כתבי פטור ושיפוי שניתנו לנושאי המשרה - נוסח אחד עבור נושאי משרה **שאינם** דירקטורים, הכולל סעיף פטור (סעיף 3 לכתב השיפוי הפטור), ונוסח כתב שיפוי המיועד לנושאי

משרה **שהינם** דירקטורים, **שאינו** כולל סעיף פטור. לפיכך המצב המשפטי למועד חוות דעת זו הוא שנושאי משרה **שאינם** דירקטורים בחברה נהנים מפטור שניתן לה בידי החברה, ואילו נושאי משרה **שהינם** דירקטורים (לרבות בעל השליטה בחברה) אינם נהנים מפטור.

ביטוח נושאי משרה: עפ"י תקנון ההתאגדות של החברה רשאית החברה לבטח את הדירקטורים ונושאי המשרה בה כנגד תביעות שיוגשו כנגדם בקשר עם פעילותם במסגרת כהונתם כנושאי משרה בחברה. לחברה ביטוח כאמור, בכיסוי ביטוחי בסכום כולל של 60,000,000 דולר ארה"ב (הפוליסה מכסה את כלל נושאי המשרה בחברה ובחברות הבת).

לאור האמור לעיל, היה ויימצא בית המשפט שחלק מטענות הצדדים השלישיים כלפי החברה נכונות, וייתכן כי יימצא בית המשפט כי בנקיטת פעולות כאמור הפרו הדירקטורים בחברה את חובת הזהירות שלהם כלפי החברה, בעקבות החלטה כאמור עשויה להיות החברה מחויבת בתשלום פיצוי לאותם תובעים, ומאחר ולחברה ביטוח נושאי משרה המיועד לתשלום בגין תביעות כאמור שיוגשו כנגד דירקטורים ו/או נושאי משרה, בהיקף שהינו מהותי (60 מיליון דולר) הרי שלהערכת המומחה, ומבלי לבחון את יכולתם הכלכלית של מי מנושאי המשרה ו/או הדירקטורים באופן אישי, ותוך התייחסות, מטעמי זהירות, רק להיקף הכיסוי הביטוחי הקיים, הרי ששווי הפטור לנושאי משרה מוערך בסכום של 60 מיליון דולר (היקף הביטוח), וסכום זה הינו מהותי ביותר לנוכח מצבה של החברה.

בנוסף ומבלי לגרוע מהאמור: למועד חוות דעת זו לא קיים סעיף פטור לנושאי משרה **שהינם** דירקטורים ולכן, לכאורה, הדיון במתן פטור כאמור במסגרת הסדר, מקום שפטור כאמור לא היה קיים מלכתחילה, מתייטר.

עם זאת, הובאו נימוקי המומחה לעיל על מנת להציג את דעתו בעניין הפטור למקרה שיוצע שבעקבות המרת חוב למניות בשיעור מהותי יראו בהסכמת מחזיקי אגרות החוב לאימוץ ההסדר, הסכמה מכללא למתן פטור לנושאי משרה.

בנוסף - מפנה המומחה את תשומת לב בית המשפט לדבריה של כב' סגנית הנשיאה הגב' ורדה אלשיך בהחלטה בעניין אפריקה ישראל בנוגע למתן פטור, שם היא מציינת במפורש שעל אף שבית המשפט רשאי לאשר סעיף פטור במסגרת הסדר, הרי שהפסיקה הכירה בכך שמתן פטור כאמור כרוך ב-"פדיון" איום התביעה האישית (דהיינו - על המעוניין בסעיף פטור "לרכוש" את הויתור על זכות התביעה בכסף). אין זה המצב לענייננו.

9. בחינת חלופת הפירוק

ביום 3.6.2013, בסמוך להגשת חוות דעת זו, קיבלה החברה חוות דעת בעניין שווי נכסי אלביט הדמיה בחלופת פירוק שנערכה על ידי פרופ' אמיר ברנע מיום 3.6.2013 (להלן: חוות דעת פרופ' ברנע) ("מצ"ב במסגרת נספח ב').

המומחה בחן את חוות דעת פרופ' ברנע ומצא לנכון לאמץ אותה באופן מלא. על בסיס חוות דעת זו, שווי החברה בהליך פירוק נמצא בטווח שבין כ - 127 לבין כ - 141 מיליון יורו.

10. בחינת חלופת המכירה של החברה לצד ג'

לאור העובדה שבשני ההסדרים, מקבלים הנושים הלא מובטחים את הבעלות הכמעט מלאה בחברה (86% בהצעת ההסדר של החברה ו - 95% בהצעת ההסדר של הנציגות המשותפת) ועמה את השליטה בחברה לאחר ההסדר, אין הכרח, למיטב שיקול דעתו של המומחה, להשיב טרום ההסדר על שאלת שווי חלופת המכירה של החברה. היות והנושים הלא מובטחים מקבלים את החברה לידיהם, תהיה זו הפררוגטיבה שלהם להוציא את החברה ו/או את השליטה בה למכירה לאחר ההסדר.

על כל פנים, בחן המומחה את הפעולות שביצעה החברה בקשר עם מכירת החברה. במסגרת בחינה זו, הצהירה החברה כי החל מתחילת שנת 2011 היא מנסה למצוא פתרונות למצוקת האשראי אליה נקלעה לרבות בדרך של חיפוש משקיעי אקוויטי ו/או מחזור חוב. עם זאת, למעט מסמך הבנות ראשוני עם קרן השקעות זרה, לא היו אליה פניות ואף החברה מצידה לא הצליחה לעניין צדדים שלישיים להצטרף כמשקיעים בחברה ו/או כנושים חדשים לצורך מחזור החוב הלא מובטח הקיים.

לעניין מסמך ההבנות עם הקרן הזרה, על פי המסמכים והמצגים בעל פה שנמסרו על ידי החברה למומחה, מדובר בהצעה למחזור חוב המגלמת "תספורת" של כ - 50% לנושים הלא מובטחים (רכישת מלוא החוב הלא מובטח בתמורה לסכום כולל של כ - 300 מיליון דולר ארה"ב), הנושאת עלות אשראי גבוהה ובתוספת תנאים מתלים קשיחים אשר מנעו מהחברה להמשיך את תהליך המשא ומתן מעבר למסמך ההבנות האמור.

11. היבטי מס

להערכת החברה, היקף הפרשה למס בדוחות הכספיים מספיקה, בשים לב לכך שהחברה נמצאת בימים אלה בדיוני שומות על סכומי חבות מס מהותיים עם רשות המסים וכן שמטבע הדברים, אין בהפרשה הנוכחית למס התייחסות לסוגיות מס שעלולות לנבוע מביצוע הסדר החוב, ככל שיאושר על ידי ביהמ"ש.

בהקשר זה, יצוין כי סוגיות המס הנלוות להסדר מתאפיינות במורכבות רבה והיקפן הכספי משמעותי ביותר. בהתאם, בשלב זה, המומחה אינו יכול להעריך את ההיקף וההשפעה של חבות מס פוטנציאלית עתידית זו.

לאור האמור לעיל, ההתייחסות לסוגיית המס במסגרת חוות דעת זו תהיה כאל תנאי מתלה מהותי. המומחה בדעה כי בכל הסדר שיאושר על ידי ביהמ"ש יהיה צורך לפוגג את אי הודאות בנושא באמצעות קבלת רולינג מנחה מרשות המסים בישראל.

12. בחינת הסדרי החוב

שתי ההצעות להסדר חוב נבחנו על ידי המומחה על בסיס הנושאים המפורטים בסעיפי המשנה של פרק זה.

יודגש, כי הצעת ההסדר של הנציגות המשותפת, הוצגה לציבור באופן כללי ביותר. בעקבות פניית המומחה לקבל מידע נוסף מאת הנציגות המשותפת לצורך הצגת בסיס הנתונים עליו מושתתת הצעת ההסדר שלה, התקבל מידע חלקי נוסף.

בהתאם, ומבלי להתייחס לאמור לעיל בחוות דעת זו לעניין כדאיות הצעת ההסדר של הנציגות המשותפת, המומחה סבור כי **הצעת הנציגות המשותפת, כפי שהיא מנוסחת ומוצגת עובר למועד כתיבת חוות דעת זו, איננה מגובשת דיה לצורך הצגתה באסיפות הנושים של החברה ולפיכך ועל אף האמור לעניין חלקיות הצעת הסדר הנציגות המשותפת, ולאור הוראת ביהמ"ש הנכבד, ככל שמדובר בהצעת ההסדר של הנציגות המשותפת, התייחסות המומחה תהיה לעקרונות המופיעים בה בלבד.**

להלן, תיאור הבחינה הכלכלית שערך המומחה לצורך מתן חוות דעת על שתי הצעות ההסדר:

12.1. שווי NAV אלביט

בחינת ה NAV של החברה בוצעה לצורך הערכת היקף החוב המקסימאלי שניתן להשית על החברה לאחר ההסדר ומכאן שקיימים הבדלים בין המתודולוגיה שיושמה לבין חישובי NAV מקובלים, כמוסבר להלן.

בחינת ה NAV התבססה על מצגי החברה בלבד, לרבות תוכנית המימושים החזויה שלה ושל החברה הבת פלאזה סנטרס ולרבות הערכות שווי עליהן התבססה החברה לצורך הדוחות הכספיים המאוחדים שלה.

להלן טבלה המרכזת את נתוני ה NAV של החברה בשני תרחישים (הנתונים מוצגים במיליוני יורו):

חטיבה	שווי NAV -	
	שווי NAV -	מצגת חברה -
	מתואם	מרץ 2013
פלאזה סנטרס	194	292
הודו - חלק אלביט	32	94
מדיקל	57	83
מלונות	122	125
מזומן ואחר	76	62
סה"כ נכסים ומזומן	480	656
אגרות חוב מתואמות	505	505
בנק פועלים	50	50
בנק לאומי	10	10
סה"כ שווי חברה, בניכוי חוב	-84	91

תרחיש 1 - שווי NAV מצגת חברה - על פי מצגת החברה שפורסמה בדיווח מידי של החברה מיום 17.3.2013 (מצ"ב כנספח ב').

תרחיש 2 - שווי NAV מתואם - ראה פירוט בסעיפי המשנה של סעיף זה.

להלן התחשיבים המתייחסים לכל אחת מהפעילויות של החברה: פלאזה סנטרס, הודו, חטיבת המלונות ואלביט מדיקל.

12.1.1. שווי NAV פלאזה סנטרס

ראשית, יש להדגיש כי פלאזה סנטרס נמצאת בתקופה מאתגרת ביותר לפעילותה, כמתואר גם בפרק 5.1 לעיל. להלן, ריכוז הנתונים המתייחס לנכסים נטו (בניכוי החוב) של פלאזה סנטרס (במיליוני יורו):

שווי נכסי נקי משוער בתום שנת 2014	שווי נכסי נקי - נתוני חברה מדווחים	שווי נכסי נקי מתואם	
12.2014	12.2012	12.2012	תאריך מאזן
341	572	483	שווי נכסי, נקי
42	111	78	מזומן ואחר
-	-249	-249	חוב פיננסי
299	434	312	שווי NAV מדווח

השווי הנכסי הנקי של פלאזה סנטרס על פי דוחותיה הכספיים ליום 31.12.2012 הוא כ - 449 מיליון יורו.

על פי המדיניות החשבונאית של פלאזה סנטרס, נמדד הנדל"ן שבבעלותה לפי עלותו או שווי המימוש שלו, כנמוך.

עם זאת, נכסים הנמצאים בפיתוח, שבהם שווי המימוש נמוך מהעלות אינם מופחתים במידה שמחיר המימוש של הנכסים לאחר הפיתוח (upon completion), על פי תחזית החברה, גבוה מהעלות (בהתחשב בעלויות ההשלמה).

על בסיס זה ביצע המומחה שתי התאמות, כדלקמן:

- הפחתת שווי נכסים הנחשבים לנכסים בפיתוח ואשר לגביהם לא בוצעה הפחתה, כאמור לעיל. ההפחתה שבוצעה מבוססת על מצגי פלאזה סנטרס באשר לשווי המימוש נטו ללא פיתוח עתידי (לעניין זה ראה גם את ההשפעה על חלקה של אלביט בנכסים בהודו בסעיף 12.1.2 להלן). זאת, למעט כאשר מדובר בנדל"ן מניב, לגביו לא בוצעה הפחתה כאמור ושווי נגזר מהשווי הנכסי שלו נטו לאחר הפיתוח (שכבר בוצע).
- הפחתה של שווי נכסים אשר על פי מצגי פלאזה סנטרס (תוכנית המימושים שלה) צפויים להניב תזרים הנמוך משווי המימוש.

לאחר ביצוע שתי ההתאמות, כאמור לעיל, נתקבל NAV של כ - 312 מיליון יורו. **חלקה של החברה ב NAV (62%) הוא כ - 193 מיליון יורו.**

לאור העובדה שחווות דעת המומחה מתבססת על מצגי החברה בלבד, לא הופחת שווי של נכסים ללא תימוכין המסתמכים על הערכות שביצעה החברה בעצמה. במיוחד אמורים הדברים לגבי החשיפה של פלאזה סנטרס לקרקעות ברומניה ול - Casa Radio שהוא הנכס העיקרי בה (ראה הרחבה בסעיף 5.1 לעיל).

כמידע נוסף לצורך הערכת היקף החוב לאחר ההסדר ולאור העובדה שלפלאזה סנטרס קיימת תוכנית מימושים עד 31.12.2014, מצא המומחה לנכון לבחון את שווי ה NAV הצפוי במועד זה. יודגש כי היקף החוב של פלאזה סנטרס יורד באופן משמעותי מסך של כ - 249 מיליון יורו ב 31.12.2012 ועד לסך של כ - 84 מיליון יורו בתום שנת 2014. בהיעדר תוכנית מימושים לשנת 2015, לא הורחב המודל גם לשנה זו, בשים לב שמדובר בשנה שבה עתיד להיפרע מרבית החוב שנותר.

בחינת שווי ה NAV ליום 31.12.2014 בוצעה על בסיס שווי ה NAV ליום 31.12.2012 תוך הפחתת שווי הנכסים על פי תוכנית המימושים של פלאזה סנטרס וכן סילוק ההתחייבויות שלה על בסיס לוח הסילוקין הקיים. שווי ה NAV שהתקבל על בסיס התחשיב האמור הוא כ - 299 מיליון יורו במונחי 31.12.2014 מתוך זה חלקה של החברה כ - 185 מיליון יורו.

12.1.2. שווי NAV הפעילות בהודו (50% חלקה של אלביט)

להלן, ריכוז הנתונים המתייחס לנכסים בהודו על פי החלק המוחזק על ידי החברה באופן ישיר (ההחזקה העקיפה דרך החברה הבת פלאזה סנטרס כלולה בשווי ה NAV של האחרונה - ראה סעיף 12.1.1 לעיל) (במיליוני יורו):

הודו	שווי בספרים	שווי מימוש
Chennai	36	11
Bangalore(Varthur)	52	15
Kochi	6	6
סה"כ	94	32

השווי הנכסי של הנכסים בהודו על פי דוחותיה הכספיים של החברה ליום 31.12.2012 הוא כ - 94 מיליון יורו. שווי המימוש הנקי של הנכסים האמורים, על פי מצגי החברה, עומד על כ - 32 מיליון יורו לפני פיתוח עתידי.

יש לשים לב כי להערכת החברה (ראה תרחיש 1 בסעיף 12.1 לעיל) שווי ה NAV מתבסס על הערך הכלכלי של הנדל"ן לאחר פיתוחו. בהקשר זה, יש להדגיש כי, להערכת המומחה, קיימת אי ודאות גבוהה הן לגבי סכום התקבולים העתידיים מהנכסים בהודו והן לגבי עיתוי קבלתם ולפיכך, תחשיב ה NAV בחווות דעת זו מביא בחשבון את ערך הנכסים האמורים ללא פיתוח (AS IS).

12.1.3. שווי NAV אלביט מדיקל

לאור היותה של אלביט מדיקל חברה העוסקת בתחום מדעי החיים (ביו טכנולוגיה ומכשור רפואי) ולאור היות מוצרי החברה ייחודיים ובעלי מאפייני סיכון וסיכויי חריגים, קיים קושי מהותי לבצע חישובי שווי כלכליים לרבות NAV.

עם זאת, בחן המומחה שני בסיסי התייחסות לבחינת ה NAV, כדלקמן:

א. שווי אלביט מדיקל בבורסה - על פי ממוצע מחיר המניה של אלביט מדיקל בשלושת החודשים שקדמו למתן חוות דעת זו, מחיר המניה הממוצע הוא כ - 16 אגורות. יצוין כי מספר המניות הנסחרות של אלביט מדיקל הוא כ - 785.4 מיליון מניות. בנוסף, החברה מחזיקה בלעדית בכ - 1 מיליארד אופציות במחיר מימוש אפס המביאות אותה להחזקה בשיעור של כ - 93.5% בדילול מלא. בהתאם, שווי אלביט מדיקל הנגזר מכמות המניות והאופציות הוא כ - 288 מיליון ₪ וחלקה של החברה בשווי זה הוא כ - 275 מיליון ₪.

יודגש כי היקפי המסחר במניית אלביט מדיקל מעידים על היעדר סחירות במניה ובהתאם, קיים קושי מתודולוגי רב להשתמש בציטוט של מחיר המניה כעדות לשווייה ההוגן של אלביט מדיקל.

בנוסף, השקיעה החברה באלביט מדיקל סכום של כ - 120 מיליון ₪ בדרך של הלוואת בעלים. סכום זה לא הוסף לשווייה של אלביט מדיקל וההתייחסות אליו בחוות דעת זו היא כאל הון עצמי.

ב. שווי אלביט מדיקל על בסיס הון עצמי חשבונאי - למרות שככלל אין זה נכון מבחינה מתודולוגית להעריך חברות בתחומי פעילותה של אלביט מדיקל על פי הון עצמי חשבונאי, הרי שבמקרה של אלביט מדיקל, הדוחות הכספיים ליום 31.12.2012 כוללים את אחת משתי השקעותיה העיקריות (ההשקעה ב - Insightec) על פי שווי הוגן, מבוסס הערכת שווי (המצורפת לדוחות הכספיים של אלביט מדיקל). נסיבות אלה מאפשרות לקבל שווי אינדיקטיבי חלקי. ההון העצמי של אלביט מדיקל ליום 31.12.2012 (בתוספת הלוואת הבעלים) עומד על כ - 164 מיליון ₪.

החיסרון של שיטה זו, בנסיבות הספציפיות של אלביט מדיקל, הוא ששווייה ההוגן של השקעתה המשמעותית השנייה (ההשקעה ב - Gamida) אינו משתקף, בהכרח, בהון העצמי החשבונאי.

בהתאם, חלק החברה בשווי הנכסי הנקי של אלביט מדיקל על פי דוחותיה הכספיים של אלביט מדיקל ליום 31.12.2012 הוא כ - 153 מיליון ₪ (כ - 32 מיליון יורו). חלקה של החברה בשווי המימוש הנקי של אלביט מדיקל, כנגזרת של מחיר המניה הממוצע שלה בבורסה הוא כ - 275 מיליון ₪ (כ - 57 מיליון יורו) ללא הלוואת הבעלים וכ - 395 מיליון ₪ (כ - 83 מיליון יורו) בתוספת הלוואת הבעלים.

12.1.4. שווי NAV חטיבת המלונות

להלן, ריכוז הנתונים המתייחסים לנכסים המשייכים לחטיבת המלונות (במיליוני יורו):

מלון	NOI	שווי בניכוי חוב	חלק אלביט
בוקרשט	12	114	88
אסטרייד	3	20	20
פארק אין	1	3	3
קרקע - טבריה		12	12
		123	

הנתונים המופיעים בטבלה לעיל מבוססים במלואם על הדוחות הכספיים של החברה, בשים לב שהערכת השווי של נכס עיקרי (המלון בבוקרשט) נקבעה על בסיס NOI עתידי (המתחשב, בין השאר, בתוכניות השבחה עתידיות) שהוא גבוה מה NOI הנוכחי שלו. עוד ראוי לציין כי בגין המלון בבוקרשט רשומה בהון העצמי של החברה קרן הערכה מחדש (רווחי שערך חשבונאיים) בסכום של כ- 51 מיליון יורו.

12.2. התייחסות לבנק הפועלים כנושה מובטח

שתי ההצעות להסדר לא מתייחסות באופן מפורט לפשרה כל שהיא בין החברה לבין בנק הפועלים שהינו, כאמור, נושה מובטח של החברה.

במסגרת ההצעה של הנציגות המשותפת, כל מה שנכתב הוא כי רק בשלב שני, לאחר שיומר חלק מהחוב ל 95% מהמניות, ינוהל מו"מ עם בנק הפועלים ויוקצו לו מניות בתמורה לתרומתו להסדר ורק במידה ותהיה תרומה כזו.

במסגרת הצעת ההסדר של החברה נכתב בפרק ה' בסעיף 95.2 כדלקמן:

"תנאי החוב המובטח של החברה לבנק הפועלים והבטחות שניתנו לבנק הפועלים להבטחת פירעונו, יוותרו ללא שינוי ובהתאם לתנאי הסכמי ההלוואה וכתבי ההתחייבות הקיימים בין החברה לבין בנק הפועלים. החברה ובנק הפועלים מקיימים דיונים, בדבר תיקונים לתנאי הסכמי ההלוואה וכתבי ההתחייבות הקיימים בין החברה לבין בנק הפועלים ולהצטרפות בנק הפועלים כצד להסדר.

החברה תודיע בדוח מידי, עד 3 ימי מסחר קודם למועד שייקבע כמועד ההצבעה באסיפת הנושים הפיננסיים הבלתי מובטחים על ההחלטה לאישור הסדר זה, ובהתאם להוראות סעיף 350 לחוק החברות, על תוצאות הדיונים עם בנק הפועלים, ובהתאם האם יצטרף בנק הפועלים כצד להסדר והשינויים הנובעים מהצטרפותו או מאי הצטרפותו כצד נוסף להסדר."

בנק הפועלים מצדו, באמצעות בא כוחו, עו"ד גיורא ארדינסט, הודיע בדיון המקדמי שנערך בביהמ"ש ביום 19.5.2013 כי אין בכוונתו, בשלב זה, לוותר על זכות כלשהי הקיימת לו מכוח הסכמי ההלוואה וכתבי ההתחייבות האמורים.

לאור האמור לעיל, חוות דעת זו אינה מביאה בחשבון שינוי כלשהו בתנאי החוב כלפי בנק הפועלים בהיותו נושה מובטח של החברה ובגין החוב המובטח, כאמור. בנוסף, יודגש כי **חוות דעת זו אינה מתייחסת גם לתרחיש בו ידרוש בנק הפועלים להעמיד את החוב כלפיו לפירעון מיידי בשל הפרה, ככל שקיימת, של איזו מאמות המידה הפיננסיות ו/או האחרות מכוח ההסכמים עמו ולהשלכות של אישור דרישה כאמור על ידי ביהמ"ש הנכבד.**

לא בשולי הדברים אציין כי להטבות, ככל שיינתנו, מצד בנק הפועלים לחברה בהקשר לחוב המובטח כלפיו, עשוי להיות ערך כלכלי לא מבוטל ואם כך, מן הראוי לשקול, על סמך חישובים כלכליים, מתן תגמול הוני, אם וכאשר בנק הפועלים יהיה חלק מהסדר.

12.3. תרומת בעלים ומניות שיוותרו בידי בעל השליטה

בהחלטה של כב' סגנית הנשיאה הגב' ורדה אלשיך בעניין אפריקה ישראל התייחסה כב' השופטת לעניין סדרי הקדימות של הנושים במקרה של חדלות פירעון מחד, ותרומת הבעלים האישית במקרה ובעל השליטה מעוניין להמשיך ולהחזיק במניות החברה לאחר ההסדר, מאידך. מאחר וכפי שעולה מהניתוח הכלכלי הסיכון שהחברה נמצאת בפועל במצב של "חדלות פירעון" הוא גבוה ביותר - סך התחייבויותיה גבוה מסך נכסיה, הרי שיש לבחון את סדרי קדימות הנשייה כאילו מדובר במקרה של חדלות פירעון (בעניין זה ראה גם סעיף 12.5 להלן).

במקרה כאמור יש לבחון את היקף החוב שנמחק מחד, לעומת התמורה שעתידיה להתקבל בגין הנכסים בהנחה שהשליטה בחברה עוברת כמעט במלואה לידי הנושים מאחר ובעלי המניות, לרבות בעל השליטה, לא פעלו על מנת "לפדות" את השליטה מיידי הנושים (כדבריה של כב' השופטת אלשיך בהחלטתה האמורה, סעיף 3).

אם תוצאת הבדיקה היתה שהתמורה שעתידיה להתקבל בידי הנושים מהיותם בעלי השליטה בחברה הינה גבוהה מהיקף החוב שנמחק, הרי שיש בכך טעם לפגם והנושים (מחזיקי אגרות החוב) עשויים לצאת נשכרים מההסדר ולזכות ברווח. מאחר ומחד – בעל השליטה לא העלה הצעה לפיה יתרום מ-"כיס העושר האישי" שלו על מנת לפדות את השליטה, ומאידך - על פי הנתונים שנבחנו שווי הנכסים נמוך מהיקף החוב שנמחק (ובכל מקרה לא גבוה ממנו) הרי שאין צורך לדון במסגרת הסדר זה בהשארת השליטה או כל שיעור מהותי כל שהוא של מניות בידי בעלי המניות הקיימים.

12.4. ויתור על טענות - פטור, שיפוי וביטוח

בעניין זה, ראוי לציין כי הצעת ההסדר של החברה כוללת פטור והצעת ההסדר של הנציגות המשותפת איננה כוללת פטור. בחלק מהממצאים שתוארו בפרק 8 לעיל, יש להערכת המומחה כדי להקנות לכאורה עילות תביעה כנגד דירקטורים ו/או נושאי משרה בחברה. להרחבה בנושא זה ראה, כאמור, פרק 8 לעיל.

12.5. סוגיית השוויוניות בין סדרות קצרות וארוכות

למרות שבאף אחד מהסדרים שעל הפרק אין התייחסות לסוגיה זו, הרי שלאור הדומיננטיות של הטענה בתהליך המו"מ, בחר המומחה להתייחס לטענות סדרות א' ו - ב' בקשר עם עדיפות, לכאורה, שיש להן על פני שאר סדרות מחזיקי האג"ח, טענות שבאו לידי ביטוי, בין השאר, גם בעמדה מקדמית מטעם נאמן סדרה א', שהוגשה לביהמ"ש הנכבד ביום 18.5.2013 ובפניית נאמני סדרות ג' - ז' + 1 אל המומחה מיום 27.5.2013 כתשובה לעמדה המקדמית שהוגשה לביהמ"ש, כאמור לעיל ובהתכתבויות שונות בין הצדדים.

בעניין זה, למיטב הערכתו של המומחה, סוגיית השוויוניות בין סדרות קצרות לארוכות, שהינה חשובה לתהליך המו"מ לצורך גיבוש הסדר, הינה משפטית גרידא ואיננה מונחת לפתחו של המומחה מטעם ביהמ"ש כי אם בפני ביהמ"ש הנכבד עצמו.

עם זאת, מבקש המומחה להפנות את תשומת לב בית המשפט לכך כי להערכת המומחה, מידת הסיכון והחשש שהחברה תיקלע לחדלות פירעון היא גבוהה ביותר וברורה למומחה ההשלכה של הערכה זו על שאלת השוויוניות. המומחה מבסס את הערכתו אחרונה זו, בעיקר על האמור להלן:

א. במסגרת חוות דעת רואי החשבון המבקרים של החברה על הדוחות הכספיים של החברה ליום 31.12.2012 מפנים רואי החשבון את תשומת הלב לספקות משמעותיים בדבר המשך קיומה של החברה כעסק חי, כדלקמן (ההדגשה אינה במקור):

"As discussed in note 3 to the financial statements, in the period commencing February 1, 2013 through February 1, 2014 the company is to repay its debenture holders NIS 599 million (principle and interest). Said amount includes NIS 82 million originally payable on February 21, 2013, that its repayment was suspended following a resolution of the company's Board of Directors. The company's Board also resolved to suspend any interest payments relating to all the company's debentures. In addition, as of December 31, 2012, the company failed to comply with certain financial covenants relating to bank loans in the total amount of such date of NIS 290 million. **These matters raise substantial doubt about the company's ability to continue as a going concern.**"

ב. בחינת שווי ה NAV של החברה על ידי המומחה כאמור בסעיף 12.1 לעיל, שבוצעה לצורך בחינת היקף החוב המקסימאלי, העלתה כי לחברה NAV שלילי. יודגש, כי חישוב ה NAV על ידי המומחה בוצע מבלי להביא בחשבון השלמת חלק מהפרויקטים של החברה ומימושם העוקב אלא התבסס על שווי נכסים אלה AS IS. להערכת המומחה, ככל שמדובר בנכסי החברה והחברה הבת פלאזה סנטרס בהודו וכן נכסים עיקריים של פלאזה סנטרס ברומניה

(במיוחד Casa Radio) ביסוס NAV על הנחה של השלמת פרויקטים אלה אינה ריאלית בעתיד הנראה לעין.

ג. שתי ההצעות להסדר שעל הפרק יוצאות מנקודת הנחה כי החברה אינה יכולה לפרוע חובות בהיקפים משמעותיים ביותר.

ד. כאמור בסעיף 4.1 לעיל, בחודש פברואר 2013, פרסמה חברת מדרוג דוח מעקב שבו בחנה את תרחיש ה- RUN OFF של החברה. על פי תרחיש ה- RUN OFF מדרוג מעריכה, כי שיעור ההפסד הצפוי לבעלי האג"ח תואם את רמת הדירוג הנוכחי (Ca), המשקף הסתברות גבוהה ששיעור ההפסד הצפוי ינוע בין 30%-50%, כאשר מדרוג מעריכה, כי קיימת סבירות גבוהה לשיעור הפסד גבוה בתוך הטווח האמור.

ה. אגרות החוב של החברה נסחרות בתשואות גבוהות ביותר (ראה להלן טבלה מעודכנת ליום 3.6.2013) מה שמצביע על כך שהשוק מתמחר בבירור בעיית סולבנטיות של החברה.

שם נייר	ערך נקוב		תשואה	
	מתואם	שווי שוק	מח"מ	שנתית נטו
אג"ח 1	110	36	0.7	256%
אג"ח א'	218	42	0.3	1633%
אג"ח ג'	328	101	1.08	77%
אג"ח ב'	16	6	0.63	242%
אג"ח ד'	905	268	1.96	81%
אג"ח ה'	62	22	1.2	59%
אג"ח ו'	290	85	0.6	214%
אג"ח ז'	495	154	2.55	45%

ו. כאמור בפרק 9 לעיל, ניתן לראות כי חלופת הפירוק מגלמת "תספורת" משמעותית ביותר עבור מחזיקי אגרות החוב של החברה.

12.6 סוגיית השוויוניות בין מחזיקים גדולים לקטנים

למרות שבאף אחד מההסדרים שעל הפרק אין התייחסות לסוגיה זו, אך לאור הדומיננטיות של הטענה בתהליך המו"מ וכן לאור העובדה כי ביום 16.5.2013, הגישו הנאמנים של סדרות ג' - ז' + 1 מסמך לביהמ"ש העוסק בסוגיית אי השוויון לכאורה בין קרן יורק וקרן DK בהיותן מחזיקות בחלק מהותי של אגרות החוב לבין שאר המחזיקים שלפי פניית הנאמנים האמורים מחזיקים בשיעורים נמוכים יותר, בחר המומחה להתייחס לסוגיה, כדלקמן:

למיטב הערכתו של המומחה, סוגיית השוויוניות בין מחזיקים גדולים לקטנים, שהינה חשובה לתהליך המו"מ לצורך גיבוש הסדר, הינה משפטית גרידא ואיננה מונחת לפתחו של המומחה מטעם ביהמ"ש כי אם בפני ביהמ"ש הנכבד עצמו.

עם זאת, המומחה מבקש להפנות בעניין זה את תשומת לב ביהמ"ש הנכבד למספר היבטים כלכליים של הסוגיה, כדלקמן:

א. המומחה אינו מכיר מתודולוגיה כלכלית מקובלת שבה (בנסיבות של אלביט לאחר הסדר שבו יומרו אגרות החוב הלא מובטחות לרוב המכריע של מניות אלביט), בהיעדר שליטה, שווי ההחזקות של מחזיק מהותי עולה, באופן יחסי (שווי למניה) על אלה של מחזיק לא מהותי.

דווקא מקרים סותרים שבהם החזקה מהותית (block), שאינה מקנה כשלעצמה שליטה, נמכרת בהנחה ממחיר השוק בשל "החיסרון לגודל" מוכרים למומחה מניסיונו המקצועי כדירקטור בחבר בורסה בעל פעילות הפצת ניירות ערך (ברוקראז') משמעותית בשוק המשני².

ב. בנסיבות המתוארות בפניית הנאמנים כאמור לעיל ונוכח הצהרות בעל פה ובכתב של קרן יורק וקרן DK בדבר היעדר שיתוף פעולה ו/או כוונה לשיתוף פעולה מצדן מכל סוג שהוא בעניין אלביט לאחר ההסדר, ככל שיאושר הסדר על ידי ביהמ"ש, אציין כי על פי כללי החשבונאות הבינלאומיים המתייחסים לצירופי עסקים³, ובהתבסס על הנתונים הידועים למומחה, נטל ההוכחה שקרן יורק ו/או קרן DK, ביחד או לחוד, ייחשבו כבעל/בעלי שליטה מבחינה חשבונאית בחברה, אם בשל קיומה של שליטה אפקטיבית ואם מנימוק היפותטי אחר, הוא למיטב שיקול דעתו המקצועי של המומחה, כבד ביותר.

המומחה יוכל להרחיב בעניין זה ככל שביהמ"ש הנכבד ימצא בכך צורך.

12.7. חלוקה מניות אלביט מדיקל לנושים הלא מובטחים

הצעת ההסדר של הנציגות המשותפת כוללת חלוקה של ההחזקה במניות אלביט מדיקל למחזיקי אגרות החוב במקביל לביצוע המרת אגרות החוב למניות החברה על פי ההסדר האמור. הצעת ההסדר של החברה, מצידה, לא כוללת התייחסות ספציפית כלשהי להשקעת החברה באלביט מדיקל.

להבנת המומחה, קיימת תמימות דעים גורפת בין הצדדים השונים כי במידה וניתן ליהנות מרווח כלכלי משמעותי בטווח הקצר ממימוש מניות אלביט מדיקל, יש לשקול מימוש כאמור. פעילותה של אלביט מדיקל אינה סינרגטית לפעילויות האחרות של החברה ואך טבעי שבצוק העיתים בו אנו נמצאים היא תמומש ובלבד שכאמור, יהיה למימוש ערך כלכלי משמעותי.

² בעניין זה, בשולי הדברים, ראה גם סעיף 14 לחוות דעת פרופ' ברנע המנכה, באופן טבעי, את "גורם החבילה" משווי מניות פלאזה סנטרס בהנחת מימוש.

³ IFRS 10 - Consolidated Financial Statements

הסיבה, אם כן, שמימוש מניות אלביט מדיקל בדרך של חלוקה או בכל דרך אחרת לא קיבל ביטוי בהצעת ההסדר של החברה, טמונה בכך שלהערכת החברה, חלוקת ההחזקות באלביט מדיקל לנושים עומדת בסתירה לרולינג שניתן לחברה על ידי שלטונות המס, ומשכך יש בה כדי להביא לחיובים ניכרים במס אשר יושתו על החברה. לבקשת המומחה, העבירה החברה תחשיב התומך בעמדתה. תחשיב זה לא נבחן מקצועית על ידי המומחה וככל שהוא מתאר נכונה את חשיפת המס, מעלה הדבר ספקות משמעותיים בדבר הכדאיות הכלכלית של המימוש.

בנוסף, מבקש המומחה לציין כי למרות שנראה כי שני המוצרים המפותחים על ידי החברות המוחזקות של אלביט מדיקל הינם בעלי פוטנציאל רב ולמרות שלגבי חלקם, ככל הנראה, לא תידרש השקעה רבה מצד החברה (הודות לתמיכה אפשרית מצד שותפיה העסקיים של החברה), יש לזכור כי מדובר בחברה שפועלת בשוק הביו טכנולוגיה שבו אין ודאות להוכחת ערך כלכלי. משכך, ראוי להדגיש כי לא ניתן לסמוך על אלביט מדיקל שתוכל לתמוך בחובותיה העתידיים של החברה.

12.8. הבטחת אגרות החוב החדשות בשעבוד

הצעת ההסדר של הנציגות המשותפת כוללת התייחסות להבטחת אגרות החוב החדשות שיונפקו כפועל יוצא של ההסדר. הצעת ההסדר של החברה, מצידה, אינה כוללת התייחסות כאמור. המומחה בדעה כי ככל שהדבר ניתן מבחינה משפטית, יש לשאוף למיקסום הביטחונות והשעבודים עבור מחזיקי אגרות החוב החדשות שיונפקו על פי ההסדר.

13. מסקנות והמלצות**13.1. היקף החוב המקסימאלי לאחר ההסדר**

להערכת המומחה, לאחר שבחן את שני ההסדרים שעל הפרק, היקף החוב המקסימאלי (ולאו דווקא הרצוי), בנסיבות הקיימות בחברה כיום, לרבות ובמיוחד בהיעדר הבנות כלשהן עם בנק הפועלים שהינו נושה מובטח מהותי של החברה הוא כ - 740 מיליון ₪ בחלוקה מהותית לשתי סדרות:

- א. סדרה קצרה על נכסי החברה סולו (בניית לוח סילוקין בטווח של עד 4 - 5 שנים) - סכום מקסימאלי של כ - 440 מיליון ₪ (כ - 92 מיליון יורו)
- ב. סדרה ארוכה על פלאזה סנטרס (בניית לוח סילוקין בטווח של בין 4 - 5 שנים לבין 8 - 10 שנים) - סכום מקסימאלי של כ - 300 מיליון ₪ (כ - 60 מיליון יורו)

המומחה מבקש לסייג הערכה זו ולציין כי במועד כתיבת חוות דעתו זו, קיימים תנאים מתלים מהותיים אשר יש בכל אחד מהם כדי לסכל את יכולתה של החברה לעמוד בהחזר היקף החוב המקסימאלי, כאמור לעיל וביניהם: העמדת החוב כלפי בנק הפועלים לפירעון מיידי, השלכות חשיפות המס של החברה, השלכות תביעות כנגד החברה וכן יתר גורמי הסיכון בפעילותה של החברה בענפי הפעילות השונים, כמתואר בסעיפים יד.2 ו - יד.3. להצעת ההסדר של החברה כפי שהוגשה לביהמ"ש.

התחשיב העומד בבסיס הערכת המומחה, בקליפת אגוז, באשר לסכום החוב המקסימאלי אותו תוכל החברה לשרת לאחר ההסדר, הוא כדלקמן (במיליוני יורו):

סדרה קצרה:

שווי NAV אלביט	480	ראה 12.1 לעיל
התאמת NOI מלון בוקרשט	(40)	ראה 12.1.4 לעיל
מלון טבריה	(11)	ראה 12.1.4 לעיל
אלביט מדיקל	(58)	ראה 12.1.3 לעיל
סה"כ מתוקנן לצורך חוב	371	
פלאזה סנטרס	(193)	ראה 12.1.1 לעיל
נכסים סולו	178	
מקדם	80%	
נכסים סולו לצורך קביעת חוב	142	
חוב לבנק הפועלים	(50)	
היקף החוב המקסימאלי על נכסי החברה סולו	92	

סדרה ארוכה:

שווי NAV פלאזה סנטרס 12.2014	185	ראה 12.1.1 לעיל
התאמה בגין Casa Radio	(65)	ראה 12.1.1 לעיל
סה"כ מתוקנן לצורך חוב	120	
יחס LTV רצוי, להערכת המומחה	50%	
היקף החוב המקסימאלי על פלאזה סנטרס	60	

כמו כן, המומחה מבקש להדגיש כי לאור העובדה שהזכויות ההוניות בחברה לאחר ההסדר מועברות ברובן לנושים הלא מובטחים שהיו ערב ההסדר, רצוי יהיה לשקול הנפקת חוב בסכומים נמוכים יותר מהסכום המקסימאלי האמור שכן ממילא במידה ויוצף ערך נוסף (Upside) בעתיד, יהיו זכאים לו בעלי הזכויות ההוניות הלא מובטחים הם הנושים הלא מובטחים ערב ההסדר (ראה גם הערות בסיפא של סעיף 13.6 להלן). בהקשר זה יש לציין:

- א. קיימת חשיבות ליישום כללי ממשל תאגידי כמוסבר בסעיף 13.5 להלן.
- ב. יש לבצע בחינה משפטית לגבי היכולת של חלק מהנושים הלא מובטחים להחזיק לאורך זמן מכשירי הון עצמי ולממש את ה Upside, ככל שיהיה.

13.2. היקף ההון שיקבלו הנושים הלא מובטחים מהמרת החוב כלפיהם

כאמור בסעיף 12.3 לעיל ולאור העובדה שעל פי הנתונים שנבחנו שווי הנכסים נמוך מהיקף החוב שנמחק (ובכל מקרה לא גבוה ממנו) הרי שעמדת המומחה היא כי אין צורך לדון במסגרת הסדר זה בהשאת השליטה או כל שיעור מהותי כל שהוא של מניות בידי בעלי המניות הקיימים. בהקשר זה יש להדגיש, כדלקמן:

- א. יש מקום להענקת תגמול הוני להנהלה שתתפקד בחברה לאחר הסדר כמקובל בחברות ציבוריות בישראל.
- ב. כאמור בסעיף 12.2 לעיל, להטבות, ככל שיינתנו, מצד בנק הפועלים לחברה בהקשר לחוב המובטח כלפיו, עשוי להיות ערך כלכלי לא מבוטל ואם כך, מן הראוי לשקול, על סמך חישובים כלכליים, מתן תגמול הוני, אם וכאשר בנק הפועלים יהיה חלק מהסדר.

בהתאם, להערכת המומחה, יש להעדיף בעניין זה את הצעת ההסדר של הנציגות המשותפת על פני הצעת ההסדר של החברה. כמו כן, להערכת המומחה, כאמור בסעיף 12.1 לעיל, יש לדחות את טענת החברה לפיה שיעור הדילול של בעלי המניות הקיימים, כפי שמוצע בהצעת ההסדר של הנציגות המשותפת, אינו מביא בחשבון את הערך הנכסי החיובי של אלביט על בסיס שווי נכסי כ"עסק חי".

13.3. חלוקה מניות אלביט מדיקל לנושים הלא מובטחים

כאמור בסעיף 12.7 לעיל, לדעת המומחה יש להטיל על האורגנים החדשים של החברה כפי שימונו לאחר ההסדר לבחון את סוגיית המימוש של מניות אלביט מדיקל כאשר במידה וניתן ליהנות מרווח כלכלי משמעותי בטווח הקצר מהמימוש (בין אם בדרך של חלוקה ובין אם בדרך אחרת) יש לשקול מימוש כאמור.

13.4. פטור כלפי נושאי משרה ו/או דירקטורים בחברה

לאור ניתוח הסוגיה בפרק 8 לעיל ומאחר ומוסכם על המומחה שיקשה על נושאי המשרה בחברה לפעול כאשר איום התביעה מרחף מעל ראשיהם, אין מבחינת המומחה מניעה לכך שסעיף הפטור הקיים במכתבי השיפוי לנושאי משרה שאינם דירקטורים, יישאר על כנו ובכך יתאפשר לאותם נושאי משרה שאינם דירקטורים או בעלי שליטה להמשיך ולשרת את החברה באופן היעיל ביותר למען המשך פעילותה, בעוד שלגבי נושאי משרה שהינם דירקטורים אשר נושאים באחריות רבה יותר למצבה של החברה, לא יינתן פטור כאמור.

13.5. יישום כללי ממשל תאגידי

לאור העובדה שחלק מהותי של התמורות שמקבלים מחזיקי אגרות החוב כתוצאה מההסדר מבוססות על רכיב הוני (המרת חלק מהותי של אגרות החוב להון מניות), ממליץ המומחה להתייחס, במסגרת ההסדר, לכללי הממשל התאגידי שישררו בחברה לאחר ההסדר. זאת, על מנת לוודא כי השוויוניות בין המחזיקים השונים, לא תופר בבוקר שלאחר ההסדר, באמצעות הסדרים משפטיים או אחרים אשר יעניקו למי מהמחזיקים ערב ההסדר את השליטה בחברה אחרי כינונו.

13.6. בנק הפועלים

בהתאם לסעיף 12.2 לעיל, מכיוון שלהטבות, ככל שיינתנו, מצד בנק הפועלים לחברה בהקשר לחוב המובטח כלפיו, עשוי להיות ערך כלכלי לא מבוטל, מן הראוי לשקול, על סמך חישובים כלכליים, מתן תגמול הוני, אם וכאשר בנק הפועלים יהיה חלק מהסדר.

13.7. שווי הסדרי החוב שנבחנו על ידי המומחה

להלן טבלה המרכזת את שווי כל אחד מההסדרים שעל הפרק (הסכומים בטבלה מוצגים במיליוני יורו) ובהמשכה הנחות הבסיס לתחשיבים המוצגים בה. לצד חישוב השווי של הצעות ההסדר שנבחנו ישנה התייחסות לשווי הסדר תיאורטי תחת שתי הנחות נוספות המבוססות על סעיף 13.1 לעיל.

יודגש כי השוויים המחושבים להלן, תחת כל אחד מהתרחישים, הם שוויים אינדיקטיביים בלבד המבוססים על הנחות בסיסיות (כמתואר להלן) שיש בהן כדי לתת תמונה כללית, על פני הדברים, לסדרי הגודל המתקבלים בכל אחד מהתרחישים.

מומחה - הנחת חוב	מומחה - הנחת חוב מקסימלי	חברה	נציגות	
194	194	194	194	פלאזה סנטרס
32	32	32	32	הודו - חלק אלביט
57	57	57	57	מדיקל
122	122	122	122	מלונות
76	76	76	76	מזומן ואחר
480	480	480	480	סה"כ נכסים ומזומן
92	92	63		אגרות חוב חדשות - קצרות
	63		292	אגרות חוב חדשות - ארוכות
50	50	50	50	בנק פועלים
339	276	368	139	סה"כ שווי חברה, בניכוי חוב
95%	95%	86%	95%	שיעור אחזקה בהון לאחר ההסדר
322	262	316	132	שווי מניות בידי מחזיקי אג"ח לאחר ההסדר
85	85	63		ערך נוכחי של אג"ח החדשות - קצרות
	56		154	ערך נוכחי של אג"ח החדשות - ארוכות
407	403	379	286	שווי הסדר
81%	81%	76%	57%	שיעור החזר

הבסיס לחישוב שווי הצעת הסדר הנציגות המשותפת:

- העברת שיעור של 95% מהון החברה לידי מחזיקי האג"ח.
- יתרת החוב בחברה תומר לשתי סדרות אג"ח חדשות צמודות מדד, ח' וט' בערך של 400 מיליון ש"ח וכ- 1 מיליארד ש"ח בהתאמה.
- סדרה ח' - סדרה זו תובטח בשעבוד מלוא זכויות החברה בגין השקעותיה בהודו. הקרן תשולם בתשלום אחד בתום שמונה שנים. סדרה זו תישא ריבית שנתית של 5% אשר תשולם בכפוף לתקבולים מן הנכסים המשועבדים שאחרת תיצבר לקרן בשיטת ריבית דריבית.
- סדרה ט' - סדרה זו תובטח בנכסי עסקי ליבת החברה. תשלומי הקרן ישולמו בשבעה תשלומים בלתי שווים, החל מתום השנה הרביעית ועד לתום השנה העשירית ממועד הנפקת. סדרה זו תישא ריבית שנתית של 5% עד לתום השנה החמישית וריבית שנתית של 7% החל מאותו מועד ועד לתום השנה העשירית.

2.3. הנחת המומחה: שיעור תשואה בגין שתי הסדרות בשיעור של 20% (בהתאם לשיעור התשואה שנסחרת אג"ח מסדרה א' של החברה הבת פלאזה סנטרס).

הבסיס לחישוב שווי הצעת ההסדר של החברה:

1. העברת שיעור של 86% מהון החברה לידי מחזיקי האג"ח.
2. יתרת החוב בחברה תומר לסדרה אחת חדשה צמודת מדד בערך של 300 מיליון ₪. סדרה זו נושאת ריבית שנתית בשיעור של 8% אשר תשולם בתשלום אחת בעוד חמש שנים. סדרה זו תובטח בשעבוד מלוא הזכויות בחטיבת המלונות של החברה.
- 2.1. הנחת המומחה: שיעור תשואה בגין הסדרה בשיעור של 10%.

חישוב תיאורטי על בסיס סעיף 13.1 לעיל:

1. העברת שיעור של 95% מהון החברה לידי מחזיקי האג"ח.
2. יתרת החוב בחברה תומר לשתי סדרות אג"ח חדשות צמודות מדד, A ו-B בערך של 440 מיליון ₪ וכ- 300 מיליון ₪ בהתאמה.
- 2.1. סדרה A - סדרה זו תובטח בשעבוד מלוא זכויות החברה בחטיבת המלונות (נכסי החברה בסולו). סדרה זו נושאת ריבית שנתית בשיעור של 6% אשר תשולם בתשלום אחד בתום חמש שנים.
- 2.2. סדרה B - סדרה זו תובטח בנכסי עסקי ליבת החברה ומבוססת על פלאזה סנטרס. תשלומי הקרן ישולמו בארבעה תשלומים שווים, החל מתום השנה השביעית ועד לתום השנה העשירית ממועד הנפקת. סדרה זו תישא ריבית שנתית של 6%.
- 2.3. הנחת המומחה: שיעור תשואה בגין שתי הסדרות בשיעור של 10%.

הנחות כלליות:

1. ריבית בכל הסדרות משולמת כסדרה.
2. שיעור האינפלציה החזוי הוא 2% לשנה.

הערות:

1. ניתן לראות כי שני התרחישים שהוספו על ידי המומחה מראים כי קיימים יחסי Trade-off בין שווי החוב לבין שווי ההון כאשר מציבים חוב ארוך טווח או לחילופין מסירים אותו. כך או כך, שווי ההסדר נותר כלכלית זהה. האמור לעיל נכון, כלכלית, רק במידה והשוק יעריך כי ביכולת החברה לשרת את רכיב החוב.
2. עם זאת מכשירי חוב הינם בעלי מאפיינים שונים ממכשירי הון ועל כן, השוואה זו אינה היחידה שיש לבצע על מנת לקבל החלטה מושכלת בדבר רכיב החוב שיש להשית על החברה לאחר ההסדר.
3. והכל בשים לב שלאחר ההסדר, הנושים הלא מובטחים הינם בעלי הרוב המכריע גם של ההון וגם של החוב.

נספח א'

**פרטי המומחה, היועץ המשפטי של המומחה
ותמצית ניסיונם המקצועי**

המומחה - רו"ח רוני אלרואי

רו"ח אלרואי הינו רואה חשבון בעל תואר ראשון במנהל עסקים מהמכללה למנהל ותואר שני במשפטים מאוניברסיטת בר אילן.

רו"ח אלרואי משמש כחבר הוועדה לכללי חשבונאות ודיווח של לשכת רואי חשבון ברציפות משנת 2003 ובעבר כיהן 4 שנים כיו"ר המוסד הישראלי לתקינה חשבונאית ממשלתית וכנציג לשכת רואי חשבון לוועדה הבינלאומית לכללי חשבונאות של המגזר הציבורי של IFAC.

רו"ח אלרואי משמש כמרצה בכיר לחשבונאות פיננסית (IFRS) במכללה למנהל החל משנת 1998. כמו כן, הוא מכהן בשנים האחרונות כמרצה בכיר לחשבונאות בטכניון ובקריה האקדמית אונו.

רו"ח אלרואי שימש 6 שנים כמנהל במחלקה המקצועית וכמנהל תיקי ביקורת של חברות ציבוריות בישראל ובארה"ב מהגדולות במשק במשרד רואי החשבון KPMG סומך חייקין. בנוסף כיהן כשנתיים וחצי כסמנכ"ל הכספים של בית ההשקעות הציבורי כלל פיננסים.

רו"ח אלרואי שימש כשנה כראש המחלקה המקצועית בגיזה זינגר אבן וכשנה נוספת כמנהל הכספים בקבוצת עורק קפיטל הפרטית.

רו"ח אלרואי כיהן כ- 2.5 שנים כחשבונאי הראשי באגף החשב הכללי במסגרת שירותו באגף החשב הכללי באוצר כיהן רו"ח אלרואי כיו"ר הוועדה העליונה למחיקת חובות של ממשלת ישראל.

בשנתיים האחרונות משמש רו"ח אלרואי, בנוסף למשרות האקדמיות שהוא ממלא, כיועץ כלכלי וחשבונאי לחברות ציבוריות הנסחרות בישראל ובארה"ב וכמדריך IFRS לגופים מוסדיים וממשלתיים והא הבעלים והמנכ"ל של חברה לייעוץ חשבונאי ופיננסי.

ייעוץ משפטי - עו"ד זיו ארז

עו"ד ארז הוא בוגר הפקולטה למשפטים בתל אביב, 1992 והוא מכהן החל משנת 1996 כשותף בכיר במשרד עורכי הדין בן נפתלי, ארז, זהבי ושות'.

עו"ד ארז עוסק בשנים האחרונות בייעוץ וליווי שוטף לגופים מוסדיים כגון מנהלי קרנות נאמנות (כ-60% ממנהלי קרנות הנאמנות הפעילים בישראל), מנהלי קופות גמל, קופות משתתפות ברווחים של חברות בטוח וקרנות פנסיה בכל הנוגע לרגולציה, השקעות, ניתוח מסמכי והסכמי השקעה, בחינת אגרות חוב לצורך עמידה בתקנות חודק, ייעוץ משפטי וליווי שוטף לחברות ניהול תיקי השקעות (לרבות ייעוץ משפטי לאיגוד מנהלי תיקי השקעות בלשכת המסחר).

כמו כן, עסק בייעוץ וליווי להנפקות של חברות ציבוריות בישראל - כ-30 תשקיפי חברות בשנים 1993 - 2008 וכן בייעוץ וליווי שוטף של מספר חברות ציבוריות בתחומים הנוגעים לחוק ני"ע וחוק החברות.

משנת 1994 ועד לשנת 2012 ניהול מערכת לייצוג גופים מוסדיים באסיפות (שבין לקוחותיה כ-90% מהגופים המוסדיים הפעילים בישראל). מאז שנת 2012 ועד היום - ייעוץ משפטי לגופים הפועלים בתחום ייעוץ בענייני אסיפות (אנטרופי, עמדה).

נספח ב'

- 1. חוות הדעת של פרופ' אמיר ברנע בעניין שווי נכסי אלביט הדמיה בחלופת פירוק.**
- 2. מצגת החברה שפורסמה בדיווח מיידי של החברה מיום 17.3.2013.**

3.6.2012

לכבוד

אלביט הדמיה בע"מ (להלן: "אלביט הדמיה" או "החברה")
כאן**הנדון: חוות דעת בעניין שווי נכסי אלביט הדמיה בחלופת פירוק****א. מבוא**

1. התבקשנו על ידכם להעריך את שווי נכסי החברה בהליך פירוק. חוות הדעת נדרשת בעקבות בקשה בעניין הסדר נושים לפי סעיף 350 לחוק החברות אשר הוגשה על ידי אלביט הדמיה ואחרים ב- 9.5.2013.
2. מסמך זה מוגש לדירקטוריון החברה וכן במסגרת הליך בחינה הנערך על ידי המומחה מטעם בית המשפט רו"ח רוני אלרואי. אין לראות בו המלצה להשקעה במניות החברה או במניות חברות אחרות בקבוצה. אין לעשות בו כל שימוש אחר. אנו מאשרים לחברה לפרסם מסמך זה ככל שידרש.
3. לצורך הכנת המסמך לא ערכנו הערכת שווי של הנכסים אלא הסתמכנו על מצגים שקיבלנו מהחברה וכן על מידע ציבורי הכולל בין היתר, דוחות כספים של החברה ונתוני שוק. בדיקתנו בכל הקשור לנתונים ומצגים מהחברה¹ הסתכמה בבחינת סבירות בלבד ואיננו אחראים לאמיתותם או להתממשותם בפועל.
4. אלביט הדמיה הינה חברה ציבורית דואלית, אשר מניותיה נסחרות הן בבורסת ה- NASDAQ בארצות הברית והן בבורסה לניירות ערך בתל אביב בע"מ.
5. לאלביט הדמיה ארבע פעילויות עיקריות (בסוגריים חלקה בכל אחת מהפעילויות):
 - א. Plaza Centers NV (להלן: "פלאזה סנטרס") - חברה בת (כ- 62.5%) הולנדית, ציבורית, הנסחרת ב- London Stock Exchange וב- Warsaw Stock Exchange. פלאזה סנטרס עוסקת בייזום הקמה הפעלה ומימוש של מרכזים מסחריים במרכז ובמזרח אירופה ובהודו. בנוסף פלאזה סנטרס שותפה בשיעור של 47.5% בפעילות הנדל"ן למגורים (ופרויקטים מעורבים) של קבוצת אלביט בהודו (ראה להלן).
 - ב. חטיבת המלונות – חטיבה המחזיקה בשני מלונות פעילים באנטוורפן, בלגיה (100%), מלון פעיל בבוקרשט, רומניה (כ- 77%), מלון בפיתוח בטבריה (100%) וזכויות שנובעות ממכירת מלונות באנגליה והולנד.
 - ג. חטיבת נדל"ן למגורים בהודו - החברה שותפה (47.5%) יחד עם פלאזה סנטרס בפעילות יזמית בתחום המגורים (ופרויקטים מעורבים) בהודו. לחברה שתי חטיבות קרקע משמעותיות בערים בנגלור וצ'נאי הנמצאות בשלבים של פיתוח, בנוסף לפרויקטים לפיתוח עתידי.

¹ להוציא נתוני מסחר ציבוריים.

ד. **אלביט מדיקל טכנולוג'יס בע"מ** – חברה בת (90%) ציבורית הנסחרת בבורסה לניירות ערך בת"א. אלביט מדיקל עוסקת בפעילות בתחומי הציוד הרפואי והביוטכנולוגיה. הפעילות העיקרית של אלביט מדיקל בתחום זה נעשית באמצעות חברות הבת אינסייטק בע"מ (כ-48%) וגמידה סל בע"מ (כ-31%).

בנוסף, לאלביט הדמיה פעילות בתחום האופנה והקמעונאות (אלביט אופנה בע"מ (100%) שהינה בעלת המותג הספרדי "מנגו") והיי-טק (ראו סעיף 29 להלן).

ב. גוף חוות הדעת

6. להבדיל מהערכת שווי חברה כעסק חי המניחה פלטפורמה וסינרגיה לפעילותה המאוחדת, בעת הערכת שווי חברה בפירוק מוערכים הנכסים באופן פרטני. יחד עם זאת אנו מניחים כי המפרק יפעל בשיתוף פעולה עם הנושים המובטחים, להשגת שווי מירבי לכל אחד מנכסי החברה.

7. להלן ניתוח שווי ארבעת הפעילויות העיקריות בפירוק:

פלאזה סנטרס

8. כאמור פלאזה סנטרס עוסקת בעיקר בפיתוח מרכזים מסחריים במרכז ומזרח אירופה ובהודו. לפלאזה סנטרס 7 מרכזים מסחריים פעילים. בנוסף, מחזיקה פלאזה סנטרס בצבר קרקעות, עליהן עתידים להיבנות מרכזי מסחר ובידור נוספים. ששה מתחמים מתוך צבר הקרקעות מצויים בשלבי פיתוח שונים וחמישה עשר מתחמים מיועדים לפיתוח עתידי. כמו כן מחזיקה פלאזה סנטרס בפרויקטים מסחריים ומגורים בהודו בשותפות עם החברה (47.5%).²

9. כפי שנמסר לנו על ידי החברה, פיתוח הפרויקטים תלוי בהשגת מימון חיצוני מבנקים. בשל קושי בתקופה האחרונה, בהשגת מימון בנקאי עבור פרויקטים בתחום הנדל"ן במרכז ומזרח אירופה, קיים עיכוב בפיתוח נכסים בפעילות זו.

10. ההון העצמי המאזני של פלאזה סנטרס, עמד ב- 31.12.2012 על 449 מיליון אירו שהם כ- 384 מיליון לירות סטרלינג³. שווי השוק של מניות פלאזה סנטרס ל- 27.5.2013 הינו כ- 77 מיליון לירות סטרלינג שהינו כ- 20% מערכן בספרים. הסחירות במניה של פלאזה סנטרס היא נמוכה. יש לשים לב ליחס הנמוך בין שווי השוק וההון העצמי. ההון העצמי צריך לייצג שווי נכסי שוטף על פי דרישות IFRS על פיהן מדווחת פלאזה סנטרס. פער עמוק בין שווי השוק להון העצמי מאפיין חברות בקשיים פיננסיים. בנוסף משפיעה גם השתייכות פלאזה סנטרס למבנה בעלות פירמידלי כאשר חברות מעליה נמצאות בסכנת פירוק או הסדר נושים כלומר אין יציבות בבעלות. אוסיף שהתשואה על אג"ח פלאזה סנטרס הנסחרות בבורסה לניירות ערך תל אביב היא בתחום 30% - 25% שמשקפת סיכון סולבנטיות גבוה.

² 5% מוחזקים על ידי בעל משרה, לשעבר, בחברה. לצרכי חוות הדעת יערך תחשיב התמורה לחברה לפי 50% מכיוון שהמניות הללו מקנות זכות שיוטית לאחר החזר השקעות קבוצת אלביט.

³ לפי שער המרה ל- 0.85525 27.5.2013.

פלאזה סנטרס פועלת כחברה יזמית ששווי נכסיה תלוי בפיתוח. יכולת הפיתוח תלויה במימון בנקאי חיצוני שנעדר במצב הנוכחי הן עקב מיקום הנכסים בארצות שסובלות ממשבר פיננסי וכשלים בשוקי הנכסים וההון והן עקב חסר יכולת פלאזה סנטרס להישען על חברת אם יציבה או יכולת גיוס הון בשוק. סיטואציה זו שמאפיינת את פעילות פלאזה סנטרס מסבירה את הפער בין הונה העצמי ושווי השוק.

מחיר מניית פלאזה סנטרס ירד בתלילות עקב פרסום דיווחים על מצבה הפיננסי מ-32 פני במרץ 2013 לכ-26 פני במועד חוות הדעת⁴. פרטים על מחיר המניה כלולים בנספח א'.

11. כ-29% ממניות פלאזה סנטרס המוחזקות על ידי החברה משועבדות לבנק הפועלים ואנו מניחים כי יגרעו ממצבת הנכסים כנגד החוב לבנק הפועלים על בסיס מחיר שוק (ראה להלן סעיף 31). מימוש יתרת 33.5% ממניות פלאזה סנטרס המוחזקות על ידי החברה לא יקנה שליטה בפלאזה סנטרס גם אם הכמות תמכר לקונה יחיד.

12. פירוק החברה צפוי להשפיע מהותית על פעילותה של פלאזה סנטרס. פגיעה זו תתבטא בעיקר בתחומים של ייזום ופיתוח קרקעות, יכולת מימוש נכסים (זאת, בין היתר, בשל אובדן מערכת היחסים ההדוקה מול גורמים מקומיים במדינות הפעילות ומול רוכשים פוטנציאליים); אובדן מערכות יחסים וניסיון מול גורמים מממנים; אי וודאות ולחץ שלילי על שווי נכסים בהם קיימת החזקה משותפת של אלביט הדמיה ופלאזה סנטרס, ואשר ימומשו על ידי המפרק, להבדיל מהמשך פיתוח הנכסים בהתאם לתכנית העסקית של החברה (בעיקר פעילות קבוצת אלביט בתחום הנדל"ן למגורים בהודו); כל אלה צפויים להשפיע לרעה באופן מהותי על מחיר המימוש של פלאזה סנטרס, שהיא הנכס המהותי ביותר של החברה, במסגרת פירוק.

13. נמסר לנו כי לא התקבלו עד עתה הצעות לרכישת מניות החברה בפלאזה סנטרס למרות שידוע לכל כי החברה נמצאת במשבר פיננסי שיוצר הזדמנות קניה לקונים פוטנציאליים.

14. בהעדר קונים לחבילת מניות פלאזה סנטרס כחבילה מאוחדת, יכולת המימוש מוגבלת למכירת מניות בשוק. אנו מניחים שהמכירה לא תהיה מבוהלת ובלחץ זמן אלא בכמויות שתואמות לסחירות הנמוכה של המניה. מכיוון שמחיר המניה הנוכחי כבר לוקח בחשבון את חדלות הפירעון בחברת האם, **אומדננו למחיר המכירה נקבע על פי המחיר הנוכחי של המניה שהוא 26 פני בניכוי גורם החבילה (block)**. הנחנו מחיר מכירה בתחום 24-26 פני למניה שישקף ניכיון מכירת חבילה בשיעור של 10%-0. שווי מניות פלאזה סנטרס בבעלות החברה שאינן משועבדות (32%) במחיר שוק הוא כ-135 מליון ש"ח.

חטיבת המלונות

15. חטיבת המלונות כוללת שלושה מלונות פעילים: פארק אין ורדיסון אסטריד באנטוורפן בלגיה, רדיסון בלו בוקרשטי (כ-77%), בבוקרשט רומניה. בנוסף לחברה קרקע לצורך פיתוח והקמה של מלון סמוך לטבריה. לשלושת המלונות הפעילים חובות ספציפיים, מובטחים, לבנקים ובגין המלון בפיתוח בטבריה קיימת

⁴ שער המניה למועד חתימת חוות הדעת הינו 28.5 פני. יחד עם זאת, שער זה נובע מפעולות במניה, דלת הסחירות, בשני ימי המסחר האחרונים ולכן אינו מיצג.

ערבות בנקאית. בנוסף, לחברה זכויות במניות ובאופציות בגין מימוש מלוונות באנגליה בהולנד אשר עומדות למימוש בסוף 2015 ובתחילת 2016.

16. להלן שווי בתי המלון במכירה בפירוק:

א. **פארק אין** (Park Inn) – לחברה הערכת שווי פנימית לנכס לתאריך 31.12.2012 בגובה של כ- 8.7 מיליון אירו. מנגד, קיים חוב ישיר ברמת המלון לבנק אירופאי בגובה 6.2 מיליון אירו (לפני חישוב ריביות). החוב הוא חוב מובטח בשעבוד לבנק זר ובערבות מלאה של החברה. ההנחה היא שבמימוש מהיר יתקבל סכום שיכסה את ההלוואה לבנק אך לא יותר יתרה משמעותית לקופת הפירוק.

ב. **אסטרד** (Astrid Plaza Hotel) לחברה הערכת שווי פנימית לנכס לתאריך 31.12.2012 בגובה של כ- 37.8 מיליון אירו לפני שיפוף שמוערך בכ- 3 מיליון אירו. קיים חוב ישיר שכולל שיעבוד המלון, לבנק ישראלי בגובה 17.5 מיליון אירו (לפני חישוב ריביות). החוב הוא בערבות מלאה של החברה.

נמסר לנו על ידי החברה כי במהלך 2011 התקיימו הליכים למכירת שני המלוונות באנטוורפן אשר כשלו בשל אי יכולת להסב את ההלוואות הבנקאיות הקיימות לידי הרוכש.

ג. **בוקרשטי** (Bucharest) – לחברה החזקה של כ- 77% במלון. לחברה הערכת שווי שמאית חיצונית לתאריך 31.12.2012 בגובה 173 מיליון אירו (100% הנכס). מנגד, קיים חוב ישיר הכולל שיעבוד ברמת המלון, לבנק אירופאי בגובה 58.7 מיליון אירו (לפני חישוב ריביות). החוב הוא בערבות חלקית של החברה.

נמסר לנו כמצג על ידי החברה כי השווי הרשום בספרים, 173 מיליון אירו, הינו שווי שלוקח בחשבון את התפתחות בהכנסות וברווח התפעולי של המלון (עד להגעה למצב של steady state) כיוון שהמלון טרם מיצה את מלוא פוטנציאל ההכנסות הגלום בו מאז פתיחתו בסוף 2008. קיבלנו אינדיקציה מהחברה כי שווי של המלון במימוש מהיר בעיתוי זה, כ- 120 – 100 מיליון אירו.

המלון מוחזק על ידי חברה רומנית שהינה חברה ציבורית אשר מניותיה נסחרות בבורסה לניירות ערך ברומניה. יתרת ההחזקות בחברה (23%) מוחזקות על ידי קרן הפרטה ממשלתית רומנית וכן על ידי מספר רב של בעלי מניות מן הציבור. להערכתנו מכירת המלון בפירוק תיתקל בקושי עקב הבעלות המשותפת ועקב ודרישות רגולטוריות הקשורות למעמד חברת הבת בעלת המלון כחברה ציבורית.

ד. **מלון טבריה** – לחברה זכויות חכירה ארוכות טווח על קרקע בסמוך לטבריה. למנהל מקרקעי ישראל הזכות לבטל את הזיכיון באם החברה לא תחל את פיתוח הקרקע עד 7.2013. בנוסף, העניקה החברה למנהל ערבויות בגובה 10 מיליון ש"ח. אנו מניחים כי בעת ביטול זכויות החכירה יחלט המנהל את הערבות שניתנה.

17. במסגרת מכירת מלוונות באנגליה והולנד לרוכשת חברת Park Plaza (להלן: "PP") קיבלה החברה 1.7 מיליון מניות "PP" שערך כ- 5 מיליון ליש"ט לכל הכמות (מחיר נוכחי למניה כ- 3 ליש"ט). בנוסף קיבלה החברה אופציות Put כאשר למיליון מניות צמודה אופציית Put במחיר 5 ליש"ט למניה אשר מועד פרעונה

הינו דצמבר 2015 ול- 700 אלף מניות צמודה אופציית Put במחיר 5 אירו למניה ואשר מועד פרעונה הינו מרץ 2016. שווי החבילה של המניות כולל האופציות שהן בתוך הכסף הוא כ- 6.5 מיליון ליש"ט.⁵

18. לחברה הסכם התקשרות לניהול המלוונות עם חברת Rezidor, בעלת הזכויות לחברת ניהול המלוונות והמותג Radisson. קיימת אי וודאות להמשך תוקף הסכם ההתקשרות הנ"ל במקרה של מינוי מפרק בין היתר עקב חוסר הוודאות אם לקופת הפירוק יכולת לעמוד בתנאים הפיננסיים של ההסכם (בהתאמה, סיום ההתקשרות במקרה של פירוק אלביט הדמיה עלול לגרום לירידת ערך נוספת של המלוונות ולקושי גדול יותר לממשו). על כך יש להוסיף סעיף דמי יציאה אשר, נתון לפרשנות משפטית, יחייב את קופת הפירוק בגין הפסקת החוזה טרם סיומו. דמי היציאה לא נקבעו באופן מפורש בחוזה אולם הערכתנו הינה כי דמי היציאה ישקפו את דמי הניהול אשר שילמה החברה לרשת במהלך 18 החודשים אשר קדמו להפסקת החוזה. בהנחה כי 2012 הינה שנה מייצגת, יהיה על קופת הפירוק לשלם לרשת כ- 2 מיליון אירו.⁶

19. לבתי המלון הפעילים של החברה אשראי ספציפי שניתן על ידי בנקים ישראלים וזרים. לטובת האשראי הנ"ל שועבדו בתי המלון לטובת הבנק המלווה. כמו כן ההלוואות בחטיבת המלוונות מובטחות בערבות מלאה/חלקית של אלביט הדמיה כמצויין לעיל. אנו מניחים כי פירוק של אלביט הדמיה יגרור מימוש מהיר של הנכסים על ידי הבנקים המממנים בשל אובדן הערבות של אלביט הדמיה ובשל מימוש סעיפי Cross Default שכוללים בהסכמי ההלוואה. לפיכך אנו מניחים כי הליך המימוש המהיר על ידי הבנקים המממנים במיוחד הבנקים האירופאים, לא ישיא את מלוא ערך המלוונות. בשווקים בהם ממוקמים המלוונות, עקב נימוק זה ובמיוחד עקב מכירה תחת לחץ בתנאי שוק קשים אנו מניחים ניכיון משמעותי במימוש (20%) מהשווי שנקבע למלוונות.

20. להלן הנחתנו לשווי פעילות המלוונות בפירוק (מליוני אירו):

נכס	חלק חברה	הערכת שווי/אינדיקציה	הלוואה/ערבו ת	שווי לאחר ניכיון	20 %	תמורה בפירוק
פארק אין	100%	8.7	6.2	7.0		0.76
אסטריד	100%	37.8	17.5	30.2		12.7
בוקרשטי	77%	110	58.7			39.5
מלון טבריה	100%		2			-2
דמי יציאה			2			-2
סה"כ - אירו						49
חלק חברה ש"ח						234

⁵ מחושב על בסיס השווי ההוגן של המניות בבורסה בלונדון ובתוספת השווי ההוגן של אופציית ה-PUT.

⁶ במהלך שנת 2012 שילמה החברה לרשת 2.5 מיליון אירו, 444 אלף אירו בגין אסטריד, 83 אלף אירו בגין פארק אין ו- 1,950 אלף אירו בגין בוקרשטי.

פעילות הודו

21. פעילות החברה בהודו כוללת שני מקבצי פרויקטים למגורים בבנגלור ובצינאי, בבעלות ישירה (47.5%) ועקיפה (באמצעות פלאזה סנטר). הפרויקטים מוקמים בשותפות עם גורמים מקומיים או אחרים. הערכות שווי חיצוניות שבוצעו עבור החברה לתאריך 31.12.2012 משקפות **שווי הקרקעות** בלבד בסך של כ- 14.5 מיליון אירו בגין חלק החברה בפרויקט בבנגלור וכ- 10.7 מיליון אירו בגין חלק החברה בפרויקט צינאי.
22. כפי שנמסר לנו על ידי החברה קיים קושי מהותי לממש את נכסי החברה טרם השלמת פיתוח הנכסים, בעיקר בשל מגבלות רגולטוריות שונות הנוגעות, בין היתר, לכללי השקעת הון זר בהודו (FDI - Foreign Direct Investments), שמטילות מגבלות על החזר השקעה בחברות והוצאת הון זר. לכן, במקרה של פירוק, ייתכן שלא ניתן יהיה למכור את הקרקעות כמות שהן. בפני הנושים תעמוד הברירה לנטוש את הנכסים ולמחוק את מלוא השווי של אותם פרויקטים או, לחלופין, להזרים מימון ולהעמיד את יתר התשומות הנדרשות לפיתוחם תרחיש שסבירותו במצב פירוק היא קלושה. עם זאת, נמסר לנו על ידי החברה כי היחסים בין היזם המקומי לגורמים מקומיים ולרשויות הם תקינים ומעודדים את המשך הפיתוח.
23. בנוסף, קיים קושי במימוש פוזיציה חלקית בנכסים הנמצאים בבעלות משותפת, הן עם שותפים מקומיים והן עם פלאזה סנטרס (שני הפרויקטים הגדולים ביותר של אלביט בהודו). מכאן שאין וודאות ליכולת מימוש קרקעות לשרות הנושים במחירים סבירים. לאור מצב זה נלקח גורם ניכיון בשיעור של 40% לקביעת שווי המימוש של הנכסים בפירוק.
24. להלן הנחתנו לשווי פעילות הודו בפירוק (מליוני דולר)

נכס	הערכת שווי לחלק חברה	חלק חברה לאחר ניכיון
בנגלור	14.5	8.7
צינאי	10.7	6.42
סה"כ - אירו		15.12
חלק חברה ש"ח		72.23

פעילות המדיקל

25. פעילות המדיקל מאורגנת תחת חברת בת ציבורית, אלביט מדיקל טכנולוגיס בע"מ (להלן: "אלביט מדיקל") שמניותיה נסחרות בבורסה בת"א. שווי השוק הנוכחי של מניות אלביט מדיקל הוא כ- 100 מיליון ש"ח וחלק החברה באלביט מדיקל הוא כ- 90% (ראו נספח ב'). בנוסף, מחזיקה החברה באופציות למניות אלביט מדיקל במחיר אפס וכן בהלוואת בעלים שניתנה לחברה בשווי של 31 מליון דולר.
26. לאלביט מדיקל השקעות בשתי חברות (להלן: "חברות המדיקל"):
- א. גמידה סל (31%)
 - ב. אינסייטק (48%)

27. השווי המוערך של חלק החברה בחברות המדיקל גבוה מהשווי המתקבל ממחיר מניות אלביט מדיקל. סיבה אפשרית היא הצורך בהשקעות נוספות בחברות המדיקל וחשש כי בהליך פירוק לא תמצא ההשקעה הנוספת וחלק החברה ידולל בחדות על ידי בעלי המניות הקיימים. מבנה הבעלות הפירמידלי יקשה על המפרק לממש את חלק החברה בחברות הבת. אנו מניחים לאור מצג שקיבלנו כי במקרה של פירוק סביר ששותפיה של החברה בחברות המדיקל יבקשו לרכוש את חלקה בהן.

א. **גמידה סל** - על פי עסקת רכישת מניות ביו מדיקל, (אשר ההחזקה העיקרית שלה הינה גמידה סל יחד עם אלביט) מחודש מרץ 2010 על ידי כלל ביוטכנולוגיה השווי של גמידה סל (100%) הוא בתחום 70-80 מיליון דולר. גמידה נדרשת לגיוס הון בטווח הקרוב וכניסה של החברה לפירוק תגרום לדילול משמעותי של החזקותיה בגמידה. עקב החשש לדילול כאמור נאמד חלק אלביט מדיקל במימוש מניותיה לתחום 12 – 10 מיליון דולר בלבד.

ב. **אינסייטק** - חברת GE Healthcare השקיעה באינסייטק לפי שווי חברה אחרי הכסף של כ- 105 מיליון דולר. חלק אלביט מדיקל מוערך בחוות דעת של גיזה מחודש מרץ 2013, בכ- 40 מיליון דולר שהוא תואם את השווי שנקבע בעסקת GE. הערכת השווי של גיזה לוקחת בחשבון את הזכויות השונות שיש למניות באינסייטק. להערכתנו שווי זכויות החברה בפירוק ישקף את דומיננטיות GE בחברה המשותפת ויקבע לאור זאת ניכיון בגין מניות מיעוט. עקב גורם זה ומספר מצומצם של קונים פוטנציאליים שיכולים לרכוש חלק באינסייטק לצד GE, אנו מניחים כי חלק אלביט מדיקל לא יעלה על כ- 30 מיליוני דולר, נמוך מהערכת גיזה ונמוך מחישוב יחסי של עסקת כניסת GE לחברה.

28. יש לשים לב לניכיון שגורר פירוק לשווי זכויות החברה באלביט מדיקל. הפסד השווי עקב דילול ועקב דומיננטיות GE לגבי שותף חדש הוא משמעותי. שווי החזקות החברה באלביט מדיקל נקבע כשלהלן:

שווי חלק אלביט מדיקל בגמידה ואינסייטק	40-42 מיליון דולר
שווי חלק החברה באלביט מדיקל (כולל שטר ההון במיליוני דולרים):	$31 + 90\% (41 - 31) = 40$
שווי בשי"ח (מליונים)	$40 * 3.69 = 148$

29. לחברה נכסים, זכויות והתחייבויות נוספים להם השלכה על שווי נכסי החברה בפירוק:

א. **מנגו** – החברה מחזיקה בזיכיון המותג מנגו בישראל (100%) באמצעות חברת בת בבעלות מלאה. לחברת הבת מסגרת אשראי של 10 מיליון ש"ח מבנק מקומי וכן מכתב אשראי (SBLC) בסך כ- 3.8 מיליון יורו. חובות חברת הבת לבנק מובטחים בשעבוד כל מניות חברת הבת ובערבות מלאה של החברה. כמו כן החברה ערבה לזיכיון שניתן לחברת הבת על ידי בעל הזכיון הספרדי וכן למשכירי חנויות של חברת הבת. יתכן וערבויות אלו תחולטנה במקרה של פירוק. לפיכך שווי חטיבה במימוש תחת פירוק לא יותיר יתרה מעבר לחוב הבנקאי שלה ומעבר למחויבויות כלפי בעל הזכיון ואו משכירי החנויות. לפיכך שווי חטיבה זו בפירוק הוערך ב- 0.

נוסיף, במאמר מוסגר, כי קיימת סבירות גבוהה כי הבנק ידרוש לממש את הבטוחה שלו כך שבפירוק יעמיס נכס זה עלויות נוספות על קופת המפרק.

ב. **וארקוד** – החברה מחזיקה בחברת הייטק בשם וארקוד בע"מ (55%). הואיל ופעילותה של וארקוד תלויה בלעדית במימון אלביט הדמיה, פירוק עלול להוביל לאיבוד ההשקעה בווארקוד. לפיכך שווי בפירוק של וארקוד הוערך ב-0.

ג. **חובות מס** – החברה מנהלת למועד זה חמישה הליכים משפטיים מול פקידי השומה בתל אביב ובחיפה. סך החובות של החברה וחברות הבת שלה עומדת על כ- 300 מיליון ש"ח (לא כולל ריבית הצמדה וקנסות) לצורך אומדן הפירוק אנו מניחים כי המפרק יתפשר על סכום של 100 – 50 מיליון ש"ח, שישולמו למדינה. פשרה נוחה יותר לחברה לא תושג כי המפרק יתמודד מול פקיד השומה ללא הגורמים המקצועיים בחברה שסטטוס המס המורכב מוכר להם.

ד. **מזומנים** – כ- 190 מיליון ש"ח שמיועדים לנושים לא מובטחים (לאחר מימוש פקדונות משועבדים ו/או מוגבלים אשר ימומשו על ידי הנושים המובטחים במקרה של פירוק).

ה. **הוצאות פירוק** – אנו מעריכים את הוצאות הפירוק ב- 7-10% מערך הנכסים. הערכה זו מבוססת על המקובל במימוש נכסים של חברות בפירוק והיא כוללת את עלויות ועמלות המפרק וההוצאות הנלוות הקשורות להליך.

30. לחברה חוב לבנק הפועלים בסך 230 מיליון ש"ח אליו משועבדים המחאה על דרך השעבוד של תקבולים עתידיים המגיעים מחברת "Park Plaza" בסך 9.4 מיליון אירו לפירעון ב- 12.2013 וכן 29% מניות פלאזה סנטרס ופיקדון כספי בסכום של כ- 8 מיליון דולר. בחישוב שווי החברה בפירוק נלקח בחשבון שלבנק הפועלים כנושה מובטח, יכולת מימוש של עיקר החוב אליו על ידי מימוש הנכסים המשועבדים לו (ראו הערה לטבלה בסעיף 31).

ג. סיכום: שווי נכסי החברה בהליך פירוק בניכוי חובות מובטחים**31. שווי אלביט הדמיה בהליך פירוק**

מיליוני ש"ח	טווח שווי מוערך בפירוק	הערות
יתרת מניות פלאזה סנטרס	150 - 115	32% מהון מניות פלאזה סנטרס (לא כולל 29% מהון המניות המשועבד לבנק)
חטיבת המלונות	258 - 211	ראו סעיף 20 לעיל.
פעילות הודו	80 - 60	חושב על בסיס שווי הקרקע בלבד (ללא שווי מרכיב פיתוח הקרקעות)
פעילות מדיקל	160 - 140	חושב על בסיס מימוש כל אחת מחברות הפורטפוליו של אלביט מדיקל
מזומן, ניירות ערך ונכסים אחרים	190 - 190	לא כולל שטר הון PP, פיקדון שמשועבד לבנק ושעבודים אחרים
מסים לשלם	-100 - -50	אומדן גמר חשבון חובות המס
סה"כ טווח ערכים אינדיקטיבי לתמורה בפירוק	738 - 666	
עלויות פירוק (לרבות הוצאות ושכ"ט מפרק)	63 - 57	
סה"כ נטו	675 - 609	

הערות לטבלה

א. מסכום הנכסים נוכח חוב לנושה מובטח (בה"פ) בסכום כ- 200 ש"ח:

29% ממניות פלאזה סנטרס (ערך שוק)	123 מיליון ש"ח
שטר הון של חברת פארק פלאזה	44
פיקדון משועבד	30
סה"כ	197

ישנו חסר של כ- 30 מיליון ש"ח שמקורו בירידת מחיר מניית פלאזה סנטרס שמצורף לחוב הבלתי מובטח.

- ב. שווי יתרת מניות פלאזה סנטרס נקבע על בסיס שווי שוק נוכחי היינו 32% מסך 77 מיליון ליש"ט.
- ג. שווי המלונות נקבע לאחר ניכיון לכ- 230 מיליון ש"ח כמפורט בסעיף 20 לעיל.
- ד. שווי פעילות הודו בפירוק נקבע על בסיס קרקע בלבד לכ- 70 מיליון ש"ח. ראו סעיף 24 לעיל.
- ה. שווי פעילות המדיקל נקבע על סמך מימוש חברות הבנות, כ- 40 מיליון דולר. ראו סעיף 28 לעיל.

32.

סה"כ חובות לא מובטחים ל- 31.3.13 ⁷	2,503 אלף ש"ח
היקף החזר החוב במסגרת פירוק (אמצע התחום)	644 אלף ש"ח
שיעור ההחזר בפירוק לכל שקל חוב	26 אגורות

⁷ כולל יתרת חוב בנה"פ שלא כוסה בנכסים משועבדים.

33. אין ביכולתי בשלב זה להשוות את שווי נכסי החברה בפירוק, 644 מליון ש"ח, עם שווי נכסי החברה בהפעלה כעסק חי במסגרת הסדר חוב. אני מניח שחישוב כלכלי של שווי נכסי החברה, לאחר הסדר, יאפשר השוואה כזו תוך קביעה של היקף החוב העתידי בו תוכל לשאת החברה בתוכנית עסקית למימוש נכסים פריפריים ושמירה על נכסי הליבה בה לחברה יתרון יחסי לאיתור השבחה ומימוש. עם זאת ביכולתי לקבוע שקיים פער עמוק בין ערך החברה כעסק חי וערך נכסיה בפירוק. פער זה מוסבר באפיונים הכלכליים של החברה כדלקמן:

א. חברה יזמית (ישירות ובאמצעות חברות בת וחברות נכדה) שפועלת בשווקים בהם קיים פער שווי דרמטי בין שווי המקרקעין למכירה ושוויין כנכס מפותח.

ב. חברה שפועלת בפיתוח רפואי כאשר ערכה בפירוק לא יבטא את פוטנציאל ההכנסה הגלום במימוש הפיתוח.

ג. חברה שפועלת בשווקים הנמצאים במשבר כלכלי שמתבטא בכשל שוק הן של שוק ההון והן של שווי הנכסים ולא מאפשר מימוש בשווי הוגן של נכסים המוצעים למכירה.

עדות המבססת הערכה זו היא הפער הגבוה בין ההון העצמי המאזני של פלאזה סנטרס הבנוי בחלקו על הערכת נכסים שכוללת את מימוש הפיתוח לעומת שווי שוק שלא מכיר כנראה ביכולת החברה לעמוד ביעדי הפיתוח לאור מצבה הפיננסי.

34. הפער בין שווי הנכסים שכולל מימוש פיתוח ושווי השוק מוסבר גם בהנחת השוק שקיימת הסתברות גבוהה להפסד הפלטפורמה היזמית של החברה כתוצאה מהליך פירוק. אובדן הפלטפורמה מהווה נזק כלכלי משום שבעבר הוכחה יכולתה של הפלטפורמה להשביח נכסים ולממשם ב-exit רווחי מאד. סוג הנכסים שנרכש אופיין על ידי פוטנציאל השבחה גבוה וערכו נגזר מהליך ההשבחה. מכירה פרטנית של נכסים לפני השבחה היא הפסדית. תוצאה זו משתקפת במחיר השוק של מניות החברה ושל פלאזה סנטרס. **הסדר חוב שיאפשר לחברה לפעול כעסק חי יכול לשקם את שווי הפלטפורמה המהווה ציר מרכזי בפעילות החברה וביכולתה ליצור ערך למשקיעים ולנושים.**

3.6.2013

תאריך

חתימה

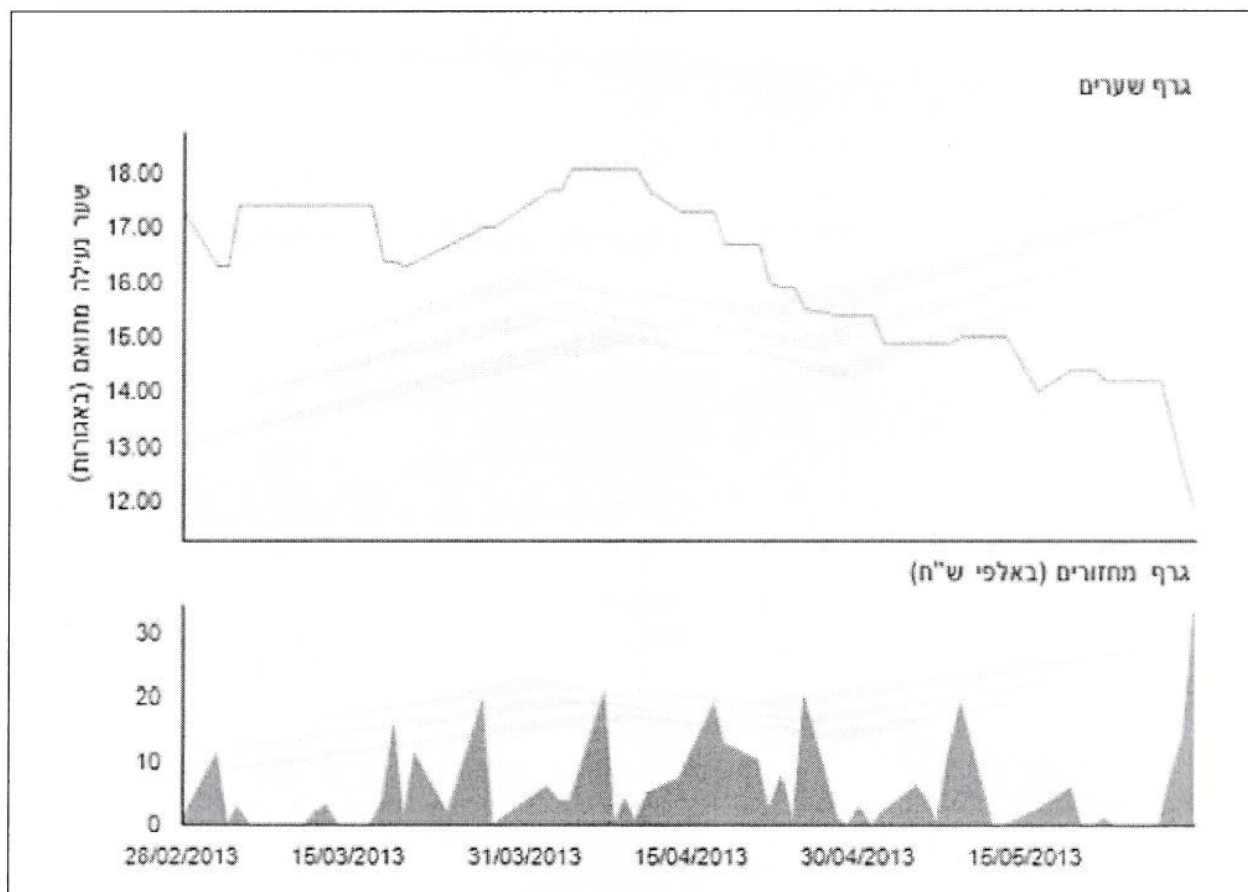
חתימה

נספח א' – נתוני מסחר פלאזה סנטרס⁸



⁸ מקור: Yahoo Finance, 2.6.2013.

נספח ב' – נתוני מסחר אלביט מדיקל טכנולוגיה⁹



⁹ מקור: אתר הבורסה לניי"ע, תל אביב, 31.5.2013.



אלביט הדמיה בע"מ

מתווה לארגון מחדש של החוב

מרץ 2013

המידע המופיע במצגת זו כפוף להערות הכלליות שלהלן ולגורמי הסיכון כמפורט בסופה

- מצגת זו איננה מהווה הצעה ו/או הזמנה לרכישת ו/או להקצאת ניירות ערך של אלביט הדמיה בע"מ (להלן: "**אלביט**" או "**החברה**") ו/או החברות הבנות שלה.
- מצגת זו כוללת מידע חלקי וסלקטיבי בלבד, אשר החברה ראתה לנכון לשתף בו את הנמענים של מצגת זו. ייתכן ומידע זה איננו כלול בדו"חות הכספיים והאחרים של החברה כפי שפורסמו לציבור, או שאופן הצגתו של המידע הנכלל במצגת שונה מהאופן שבו מידע זה נכלל בפרסומים כאמור. מצגת זו כוללת תמצית של הנושאים המתוארים בה, בהקשר בו הם נדונים, ולא את מלוא המידע המצוי בידי החברה ביחס לנושאים אלו. מצגת זו איננה כוללת את מלוא התוצאות והמידע הכספי של החברה ואת הביאורים להם, ו/או התוכניות העסקיות של החברה או את תיאור כלל פעילותה, והיא לא נועדה לבוא במקום ו/או להחליף את הצורך לעיין בדיווחים שהחברה פרסמה לציבור על-פי דין ובכלל זה, דו"ח 20-F של החברה לשנה המסתיימת ב- 31.12.2011 (להלן: "**דו"ח 20-F**"), וביחד עם הדיווחים האחרים של החברה כפי שפורסמו לציבור, "**הדיווחים**" או "**דיווחי החברה**") והדו"חות הכספיים המלאים של החברה הכלולים בו. בכל מקרה של סתירה בין הנתונים הכלולים במצגת זו לבין הנתונים הכלולים בדיווחי החברה ו/או בדוחות הכספיים שפורפו להם, יש לראות את הנתונים המופיעים בדיווחי החברה כמחייבים את החברה.
- מצגת זו כוללת הערכות, אומדנים, הצהרות ומידע הצופים פני עתיד (להלן: "**מידע הצופה פני עתיד**"). מידע הצופה פני עתיד כאמור, לרבות התממשות של פעולות מתוכננות התלויות בצדדים שלישיים או גורמים חיצוניים, התממשותם של הנחות עבודה, תוכניות, תכנונים, הערכות, אומדנים, לוחות זמנים, תוצאות, קיומם של מחירים, תנאי שוק וכיוצא באלו, מתבססים על אומדנים, הערכות וציפיות של החברה לפי מיטב הבנתה על-פי הנתונים שברשותה במועד עריכת מצגת זו. אין כל וודאות בדבר התממשותן של ההערכות ו/או האומדנים ו/או הציפיות ו/או הנחות העבודה, ו/או נכונותו של המידע הצופה פני עתיד בכל עת בעתיד, ואלו - כמו גם המימוש בפועל של כל אחד מהגורמים ו/או הפעולות המנויים במצגת זו ו/או תוצאותיהם - עשויים להשתנות ו/או להיות מושפעים מגורמים חיצוניים אשר לאלביט אין יכולת לצפותם ו/או לשלוט עליהם.
- מידע אשר איננו מידע הצופה פני עתיד, הינו נכון למועד עריכת מצגת זו. החברה איננה מתחייבת לעדכן את המידע הכלול במצגת זו, בין שהינו מידע הצופה פני עתיד ובין אם לאו, לאחר פרסומה.
- לחברה אין חובה רגולטורית לפרסם מצגת זו ו/או את מלוא הנתונים והמידע הכלולים בה לציבור, באופן בו אלו מוצגים בה או בכלל, ואין היא מתחייבת להמשיך ולפרסם מצגות ו/או מידע באופן ובהיקף הכלול במצגת זו ו/או לשמר פורמט הצגת נתונים בדרך זו בעתיד.
- לאלביט זכויות קניין במידע הכלול במצגת זו. אין להעתיק, לשכפל, להפיץ, לפרסם או לעשות שימוש במצגת זו, כולה או חלקה, אלא על פי הסכמה מראש ובכתב, של אלביט.

- **רקע על החברה**
- **הסיטואציה הנוכחית של החברה**
- **עקרונות יסוד בבסיס המתווה לחיזוק מבנה ההון של החברה**
- **מתווה הפעולה המוצע ויתרונותיו**

כרטיס ביקור

אלביט הדמיה בע"מ הוקמה בשנת 1996 והיא אחת מחברות הנדל"ן המובילות בישראל. החברה רשומה למסחר בבורסת NASDAQ ובבורסה לניירות ערך בתל אביב

תיאור הפעילות

- אלביט וחברות הבנות שלה עוסקות בעיקר בייזום, הקמה, תפעול, ניהול ומימוש של מיזמי נדל"ן מורכבים, בעיקר בתחום הנדל"ן המסחרי, באירופה, ארה"ב והודו
- החברה עוסקת בתכנון, פיתוח והקמה של מרכזי קניות ובילוי ופרויקטים מעורבים אחרים בתחום הנדל"ן. כמו כן, החברה עוסקת בפיתוח, תפעול וניהול של בתי מלון
- באמצעות חברת הבת אלביט מדיקל טכנולוג'יס בע"מ, הרשומה למסחר בבורסה לניירות ערך בתל אביב, עוסקת החברה במחקר ופיתוח, ייצור ושיווק של ציוד רפואי לטיפול באמצעות אולטרסאונד מונחה הדמיית תהודה מגנטית (MRI) וכן פיתוח טכנולוגיית ריבוי תאי גזע ופיתוח של מוצרים רפואיים המבוססים על תאי גזע
- מר מוטי זיסר, נשיא ומנכ"ל החברה, הינו יזם נדל"ן ותיק. במהלך 20 השנים האחרונות, מר זיסר יזם ופיתח מספר רב של פרויקטים בקנה מידה בינלאומי, בארץ ובעולם

מיום הקמתה, אלביט התמקדה בפיתוח יכולות חזקות בייזום, פיתוח, הפעלה ומימוש הזדמנויות בתחום הנדל"ן

יכולות - DNA	דגשים
• צוותי ניהול "<u>בשטח</u>" - מומחיות ויכולת ביצוע - ביצוע בדיקות נאותות תוך זמן קצר • <u>ידע ומומחיות</u> יוצאי דופן בתחום פיתוח נדל"ן • צוותים של <u>מנהלי פרויקטים</u> ו<u>קבלני משנה</u> מנוסים • מערכת יחסים ארוכת טווח עם <u>גופים מממנים</u> בתחום הנדל"ן • מערכת קשרים ענפה עם <u>רשתות ושוכרים</u> בפרויקטים של הקבוצה • מערכת קשרים ענפה עם <u>רוכשים פוטנציאליים</u> בקנה מידה עולמי בתחומי הנדל"ן והמלונאות • ניסיון בפיתוח כל סוגי הפרויקטים, לרבות פרויקטים מעורבים	• הקבוצה הבינלאומית הגדולה הראשונה שהקימה רשת מרכזי קניות ובידור בסגנון מערבי בפולין והונגריה • הקמת 34 מרכזים מסחריים (שטח בנוי של מעל 1.2 מליון מ"ר) • זיהוי הפוטנציאל בשוק הנדל"ן ההודי עוד בשנת 2006, מאז הושלמו שני פרויקטים ברמת גימור מערבית, ושלושה מגה-פרויקטים נוספים נמצאים בפיתוח • פיתוח וניהול של 13 בתי מלון באירופה הכוללים כ- 3,000 חדרים. במהלך השנים מומשו 10 בתי מלון בתמורה כוללת של כ-0.8 מיליארד דולר • מימוש בהצלחה רבה של 27 נכסים מניבים בתמורה לכ- 1.7 מיליארד דולר • רכישה ומכירה מחדש של פורטפוליו של 49 נכסים בארה"ב במחיר של 1.47 מיליארד דולר

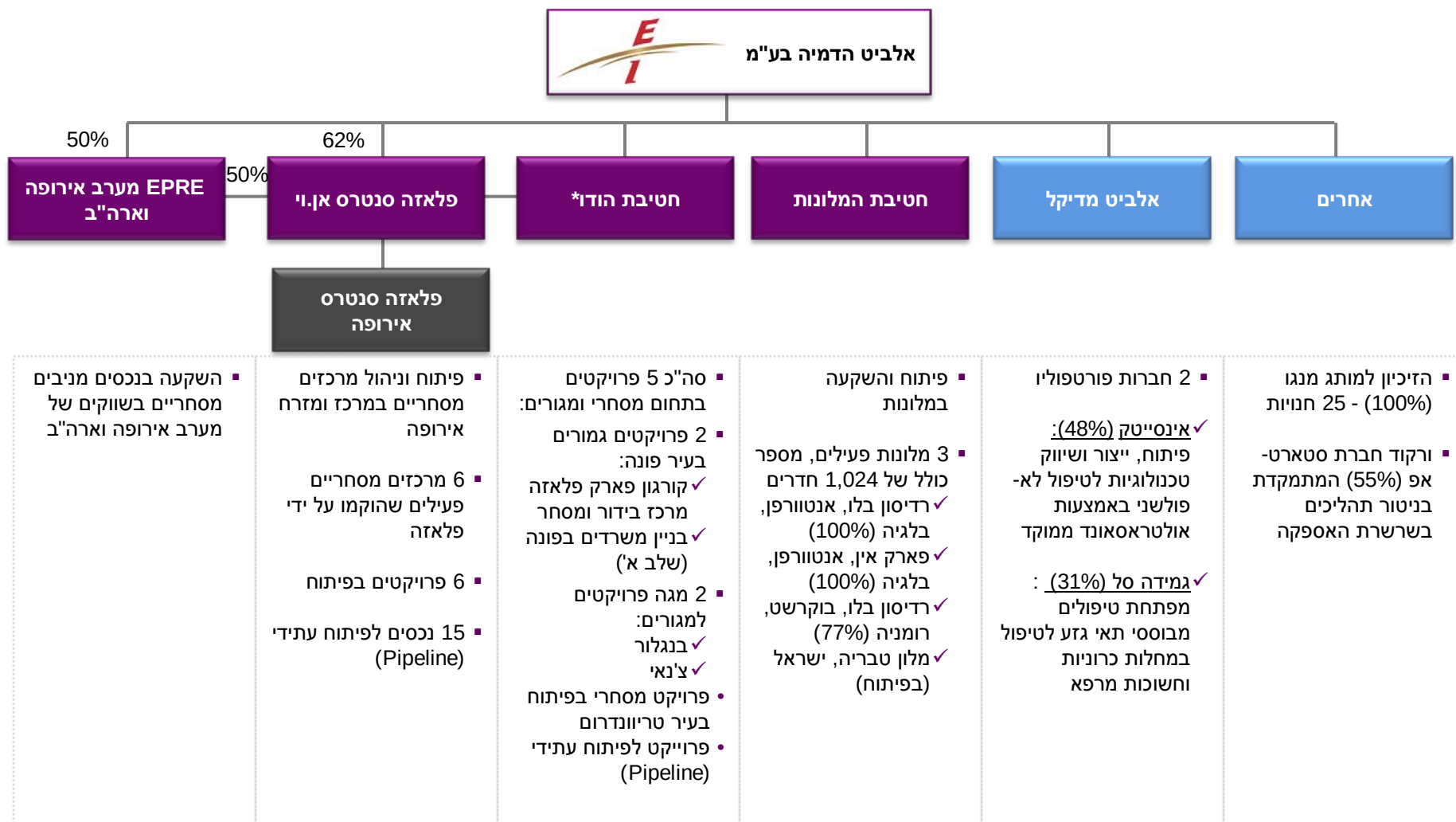
ייזום

פיתוח
והפעלה

מימוש

מגזרי פעילות

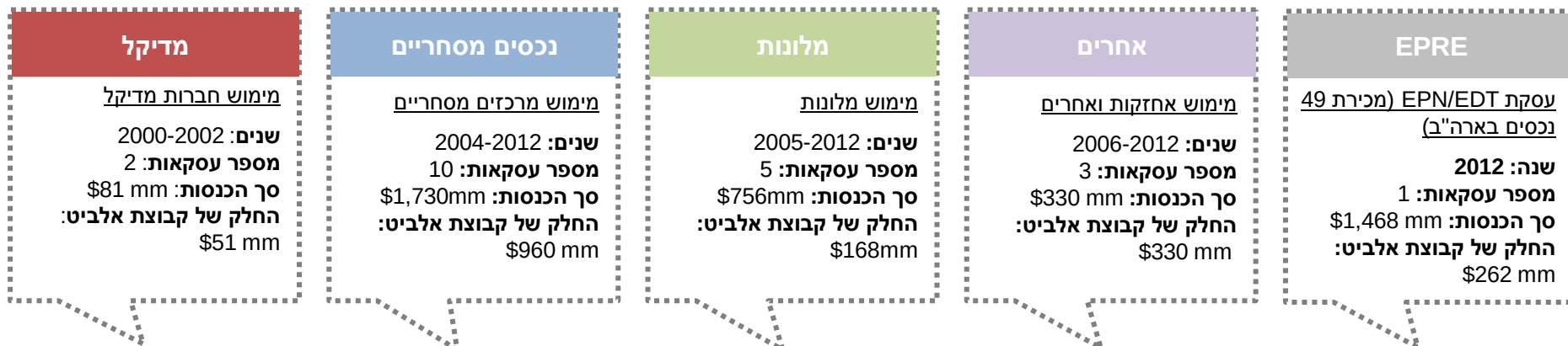
לחברה פורטפוליו החזקות מגוון, המתבסס בעיקר על פעילות ייזום והפעלה של נדל"ן, וכן פעילות בתחום המדיקל



* אלביט ופלאזה סנטרס מחזיקות כ"א ב- 50% בפרויקטי מגורים. הפרויקטים המסחריים מוחזקים במלואם (100%) על ידי פלאזה סנטרס בלבד

שנים של יצירת ערך

תחת הנהגתו של יזם החברה, מוטי זיסר, קבוצת אלביט ביצעה 21 עסקאות מכירה ומימוש אחזקות בהיקף כולל של כ-4.4 מיליארד דולר. בשיא, שווי החברה עמד על כ-5.8 מיליארד ש"ח



	2000			2006				2012		
מיליוני דולרים	2000	2002	2004	2005	2006	2007	2008	2010	2012	TOTAL
מספר עסקאות	1	1	2	2	3	5	1	2	4	21
ערך העסקאות (100%)	60	21	414	383	367	935	91	384	1,711	4,366
חלקה של קבוצת אלביט	30	21	127	90	323	679	80	109	311	1,770
ממוצע שווי שוק (מ' ש"ח)	500-900			1,600	2,500	4,800	3,000	1,600	240	

הסיטואציה כיום

סטטוס הנכסים של החברה כיום יוצר חוסר תאימות בין מבנה ההון/חוב של החברה ובין צרכי הפעילות היזמית הדרושים לפיתוח מיטבי של הפורטפוליו

השוק	החברה				
- משבר כלכלי ופיננסי עמוק ומתמשך בגוש האירו - האטה בקצב הצמיחה הכלכלית - מיעוט יחסי של קונים ושוכרים - גישות נמוכה של מקורות מימון ושותפים פיננסיים	אופי פעילות יזמי - מחזור פעילות לא אחיד - נדרשת גמישות לניצול הזדמנויות שוק				
	<table> <tr> <th>חוב</th><th>נכסים</th></tr> <tr> <td> פלאזה סנטרס: - חוב ספציפי ברמת הנכסים המסחריים - חוב ברמת המטה של כ-700 מיליון ש"ח מלונות: - קיים חוב ספציפי על 3 מלונות החברה מדיקל: - אופי הפעילות הנוכחי, אינו מאפשר גיוס - חוב אף ברמת מדיקל בלבד </td><td> פלאזה סנטרס: 7 נכסים מסחריים אשר דורשים השבחה ומימוש 25 פרויקטים בשלבים שונים של פיתוח מלונות: 3 מלונות בבעלות החברה מדיקל: - חברה ציבורית בתחום הטכנולוגיה (מחזיקה בגמידה- סל ואינסטייטק) הודו: - כמיליארד ש"ח מלאי קרקעות בשלבי פיתוח </td></tr> </table>	חוב	נכסים	פלאזה סנטרס: - חוב ספציפי ברמת הנכסים המסחריים - חוב ברמת המטה של כ-700 מיליון ש"ח מלונות: - קיים חוב ספציפי על 3 מלונות החברה מדיקל: - אופי הפעילות הנוכחי, אינו מאפשר גיוס - חוב אף ברמת מדיקל בלבד	פלאזה סנטרס: 7 נכסים מסחריים אשר דורשים השבחה ומימוש 25 פרויקטים בשלבים שונים של פיתוח מלונות: 3 מלונות בבעלות החברה מדיקל: - חברה ציבורית בתחום הטכנולוגיה (מחזיקה בגמידה- סל ואינסטייטק) הודו: - כמיליארד ש"ח מלאי קרקעות בשלבי פיתוח
חוב	נכסים				
פלאזה סנטרס: - חוב ספציפי ברמת הנכסים המסחריים - חוב ברמת המטה של כ-700 מיליון ש"ח מלונות: - קיים חוב ספציפי על 3 מלונות החברה מדיקל: - אופי הפעילות הנוכחי, אינו מאפשר גיוס - חוב אף ברמת מדיקל בלבד	פלאזה סנטרס: 7 נכסים מסחריים אשר דורשים השבחה ומימוש 25 פרויקטים בשלבים שונים של פיתוח מלונות: 3 מלונות בבעלות החברה מדיקל: - חברה ציבורית בתחום הטכנולוגיה (מחזיקה בגמידה- סל ואינסטייטק) הודו: - כמיליארד ש"ח מלאי קרקעות בשלבי פיתוח				

הסיטואציה הנוכחית של מבנה החוב של החברה, ביחד עם אופי הפעילות היזמי והסיטואציה בשווקי הפעילות, מחייבים שינוי במבנה ההון של החברה

תרומה חיונית להמשך הניהול ופיתוח שוטף של פורטפוליו הנכסים

חשיבות היכולות בסיטואציה הנוכחית

- **מעל למיליון מ"ר לפיתוח** ב-25 פרויקטים שונים במרכז ומזרח אירופה הדורשים ידע, מומחיות, ניסיון והיכרות עם השווקים, הגופים המממנים ושותפים עסקיים
- **10 פרויקטים מניבים** אשר דורשים המשך תהליך השבחה ומימוש
- **כ-900 אלף מ"ר לפיתוח ב-4 פרויקטים בהודו**
- מגוון פרויקטים עם שותפים עסקיים המייחסים חשיבות רבה ליחסים עם יזם החברה
 - שותפים מקומיים בפרויקטים בהודו
 - פעילות אינסטיטק (מדיקל) בשיתוף עם GE
 - פלטפורמת EPRE עם שותפים אמריקאיים
- איתור הזדמנויות חדשות נדלניות בזירה הבינלאומית, ויכולת ניצול, השבחה ומימוש בפועל

יכולות מוכחות של החברה

- **30 שנים של ניסיון בתחום הנדל"ן**. מראשוני היזמים הישראליים בפעילות ייזום נדל"ן בחו"ל
- זיהוי וניצול ההזדמנויות הנדלניות במרכז ובמזרח אירופה עוד בשנות ה-90
- פעילות בשווקים מתפתחים/מאתגרים
- מערכת יחסים ארוכת טווח עם גופים מממנים בתחום הנדל"ן
- מערכות יחסים עם קרנות נדל"ן מובילות
- מערכת קשרים ענפה עם רשתות ושוכרים בפרויקטים של הקבוצה
- מערכת יחסים אישית של יזם החברה עם שותפיה העסקיים של הקבוצה בפרויקטים שונים ברחבי העולם

עקרונות יסוד במתווה המוצע

להלן עקרונות היסוד אשר הנחו את החברה בבניית המתווה לחיזוק מבנה ההון:

- מטרת המתווה הינה **מיקסום ההחזר** עבור נושי החברה
- **מקסום ההחזר** עבור נושי החברה מחייב, כי **החברה תמשיך לפעול כ'עסק חי'**
- על מנת למצות את ערך החברה והפוטנציאל הטמון בפורטפוליו הנכסים שלה נדרש כי:
 - המתווה המוצע ייצור **תאימות מוחלטת בין אופי פעילות החברה וצורכי ההשקעה**, כמו גם המצב בשוקי הפעילות **ובין מבנה ההון**
 - המתווה המוצע יחייב את יזם החברה להירתם לטובת פיתוח הפרוייקטים הנדל"ניים והנכסים הקיימים
- **מתווה פשוט ובלוחות זמנים קצרים** – על מנת לאפשר גמישות תפעולית ולצמצם עלויות ישירות ועקיפות, ולמזער פגיעה בפעילויות קיימות ויחסים עם צדדים שלישיים, כולל בנקים ושותפים עסקיים ברמת השטח
- על בסיס עקרונות יסוד אלו גובש, ביחד עם קרנות יורק קפיטל ו-DK קפיטל, המתווה המוצע כדלקמן:

המרת חוב לא מובטח להון ולחוב חדש

- כל החוב הפיננסי הבלתי מובטח* של החברה יומר ל:
- מניות אשר יהוו 86% מהון המניות המונפק והנפרע של החברה בהנחת דילול מלא (מבלי להביא בחשבון אופציות שיוקצו, אם וככל שיוקצו, למר מרדכי זיסר, מנכ"ל החברה, כמפורט להלן).
 - אגרות חוב חדשות בסך של 300 מיליון ש"ח, נושאות ריבית שנתית בשיעור של 8% שתשולם על בסיס חצי שנתי, ואשר תעמודנה לפירעון בתשלום אחד בתום 5 שנים. אגרות החוב החדשות תובטחנה בשעבוד שלילי ברמת המטה. במידה והחברה תגייס חוב חדש ברמת המטה, היא מתחייבת לפרוע את אגרות החוב החדשות בפירעון מוקדם. כמו כן, החברה תהא רשאית לפרוע בפירעון מוקדם את אגרות החוב ללא קנס פירעון מוקדם.
 - המניות ואגרות החוב החדשות יוקצו בין כל בעלי החוב הבלתי מובטח, באופן יחסי ליתרת החוב (פארי) שלהם.
 - המניות ירשמו למסחר בבורסה בת"א ובנאסד"ק. אגרות החוב החדשות ירשמו למסחר בבורסה בת"א בלבד.

תקבול חלקי מזומן

יורק קפיטל ו- DK קפיטל מתכוונים להציע למחזיקי אגרות החוב אשר לא יחפצו להמיר את חובם להון מניות, לרכוש מהם את אגרות חוב המוחזקות על ידם, ערב השלמת הארגון מחדש עד להיקף כולל של כ- 75 מיליון דולר במזומן. העקרונות, והתנאים לרכישת אגרות החוב כאמור יקבעו בהמשך ובכפוף לתנאים שונים בהם ביצוע בדיקת נאותות על ידי יורק קפיטל ו- DK קפיטל.

חוב מובטח

החוב המובטח יישאר בעינו וישולם בהתאם ללוח הסילוקין הקיים וליתר התנאים הקיימים בהסכם עם הבנק.

* מחזיקי חוב פיננסי בלתי מובטח, להלן - מחזיקי או בעלי החוב

המתווה המוצע... (2)

- במסגרת ההסדר ימונה דירקטוריון החברה על ידי מחזיקי אגרות החוב. לאחר מכן ימונה הדירקטוריון, כדלקמן:

(1) חברי הדירקטוריון ימונו על ידי האסיפה הכללית בהחלטה של רוב רגיל.

(2) בנוסף, כל בעל מניות המחזיק לפחות 12% מההון המונפק והנפרע של החברה, יהיה רשאי למנות דירקטור נוסף אחד (קרי בנוסף, לדירקטורים שימונו על ידי האסיפה הכללית ברוב רגיל). למען הסר ספק מובהר, כי כל מחזיק כאמור יהיה רשאי למנות רק דירקטור אחד נוסף וזאת בין אם הוא מחזיק 12% מהון המניות ובין אם הוא מחזיק יותר מ- 12% מהון המניות.

דירקטוריון וממשל תאגידי

- כמו כן, תבחן החברה אימוץ כללי ממשל תאגידי רלבנטיים, לרבות דרישות רוב מיוחד בקבלת החלטות בדירקטוריון.

יורק קפיטל I – DK קפיטל מעריכים, כי המשך מעורבותו של מר זיסר כמנכ"ל, נשיא ודירקטור בחברה, הינו חיוני לטובת החברה ומשרת את האינטרסים שלה. כחלק מהארגון מחדש הסכימו הצדדים לנהל משא ומתן עם מר זיסר במסגרתו הוא ימשיך לכהן כמנכ"ל החברה וימשיך לעשות כל מאמץ ויקדיש את מרב זמנו, על מנת לקדם את עסקי החברה בתנאים ובתמורה שייקבעו בהמשך, לרבות הענקת כתבי אופציה לרכישת מניות של החברה.

המשך כהונת מנכ"ל החברה

- עסקאות קיימות של החברה עם צדדים קשורים יבחנו על ידי מומחה חיצוני ע"מ לוודא שהן בתנאי שוק.
- החברה תהיה רשאית לבטל כל עסקה עם צד קשור בהודעה מיידית.

עסקאות עם צדדים קשורים

החברה הסכימה לחתום על כתב התחייבות למחזיקי אגרות החוב שלה (Standstill) בנוסח שיהיה מקובל על נאמני אגרות החוב והנציגות המשותפת, אשר במסגרתו החברה תידרש לקבלת אישור של מחזיקי אגרות החוב לצורך ביצוע פעולות מסוימות במהלך התקופה שעד השלמת הארגון מחדש.

תקופת ביניים

המתווה המוצע... (3)

פטור לחברה ולנושאי המשרה	החברה ונושאי המשרה של החברה יופטרו מתביעות, למעט תביעות בגין הפרת חובת נאמנות, מרמה או תביעות שאין לתת בגינן פטור לפי דין.
התחייבות הדדית ותאריך פקיעה	• יורק קפיטל ו- DK קפיטל התחייבו לתמוך במתווה המוצע, להצביע בעדו ולהתנגד לכל הסדר אחר • החברה התחייבה לתמוך בהסדר המוצע בכפוף להוראות הדין. • החברה תיתן גילוי של כל הצעה אחרת להסדר שתתקבל אצל החברה. • התחייבות הצדדים לתמוך במתווה תפקע ביום 31.5.2013 או קודם לכן בהסכמה הדדית. • בנוסף, כל אחד מהצדדים יהיה רשאי להביא את המתווה המוצע לסיום במקרה שבו המתווה ידחה באסיפות של מחזיקי אגרות החוב או ארע מקרה שיש בו להפחית באופן מהותי את ההסתברות שההסדר יושלם. • כמו כן, ככל שהחברה תשלם תשלומי קרן ו/או ריבית בגין הלוואות שאינן מובטחות יורק קפיטל ו- DK קפיטל יהיו רשאים להביא את מתווה העקרונות לידי סיום.
	• הסכמה של נושי החברה ברוב הנדרש על פי דין. • אישור בעלי המניות של החברה לענינים בהם נדרש אישורם. • אישור בהמ"ש בהתאם לסעיפים 350 ו-351 לחוק החברות*. • הסכמות של צדדים שלישיים. • קבלת רולינג ביחס להסדר מאת רשויות המס. • כל אישור הנדרש מבנק הפועלים. • כל האישורים האחרים הנדרשים על פי דין.
כללי	ההסדר המוצע עלול שלא להיות מאושר על ידי הצדדים הרלבנטיים (לרבות, בין היתר, מחזיקי אגרות החוב, בעלי המניות בחברה, הערכאות המוסמכות, רשויות רגולטוריות, וכו'). בנוסף, עלול ההסדר המוצע להיות נתון להתנגדות מצד צדדים שלישיים שונים ו/או כפוף לאירועים אחרים מחוץ לשליטת החברה, אשר עלולים לעכב ו/או למנוע את השלמתו.

* ביום 11.03.2012 מינה ביהמ"ש את מר רוני אלרואי כמומחה מטעמו שבין יתר סמכויותיו בחינת מתווה הסדר החוב.

אין הסכמי הצבעה

יורק קפיטל ו- DK קפיטל הודיעו לחברה, כי אין הסכמי הצבעה בינם לבין עצמם, כי אין הסכמי הצבעה בין כל אחד מהם מצד אחד לבין מר מרדכי זיסר מנכ"ל ודירקטור בחברה ובעל השליטה בחברה ו/או כל תאגיד בשליטתו מהצד האחר, וכן כי נכון למועד זה, אין להם כוונה להתקשר בהסכם הצבעה כאמור.

העדר כוונה לגייס הון או להנפיק ניירות ערך חדשים

נכון למועד זה, אין לחברה כל כוונה לגייס הון ו/או להנפיק ניירות ערך חדשים של החברה (בין באמצעות הנפקה פרטית, ציבורית או אחרת) לאחר השלמת הארגון מחדש הנפקת אגרות החוב החדשות והמרת אגרות החוב למניות רגילות של החברה במסגרת הארגון מחדש (כמפורט ומתואר בדיווח המידי של החברה מיום 27.2.2013 ("הדיווח המידי הקודם") או בעתיד הקרוב לאחר מכן, והתוכניות הנוכחיות של החברה אינן דורשות גיוס הון כאמור או הנפקה של ניירות ערך חדשים.

העדר עסקאות חדשות

נכון למועד זה, אין עסקאות בין הקרנות לבין החברה למעט המתואר בדוח המידי הקודם ואין לחברה כל כוונה להתקשר בעסקאות נוספות כאמור. כל עסקה עתידית תהא כפופה לאישורים הקבועים בדין ותבוצע בתנאי שוק.

המתווה המוצע – ניתוח כלכלי על בסיס שווי נכסי

חישוב כלכלי על בסיס שווי נכסי כעסק חי צפוי לתת כיסוי מלא לבעלי החוב

חישוב כלכלי על בסיס שווי נכסי כעסק חי (מיליוני ש"ח)

3,200	שווי נכסי ברוטו (GAV)
(233)	התחייבויות לבנקים מובטחים
(300)	סדרת אג"ח חדשה
2,667	סה"כ שווי נכסי נקי (NAV) (NAV) משוקף למניה 15 ש"ח**

86%	שיעור אחזקה – מחזיקי החוב*
2,294	שווי מניות לפי חלק יחסי ב NAV
300	ערך נקוב אג"ח חדש
2,594	סך כולל למחזיקי החוב
2,464	סה"כ חוב מומר למניות וחוב
1.05X	שיעור כיסוי מחזיקי חוב (ביחס לפארי)

שווי נכסי כ- 'עסק חי'

מתודולוגיה	שווי	(מיליארדי ש"ח)
פלאזה סנטרס הון עצמי פלאזה סנטרס נכון ליום 31.12.2012 (חלק אלביט), כולל השקעות פלאזה בהודו	1.4	
הודו (חלק אלביט) נכון ליום 31.12.2012 (ע"פ דוחות פלאזה סנטרס)	0.5	
מלונות הערכות שווי (מצגת מקורות ושימושים מיום 30.9.2012)	0.6	
מדיקל שווי שוק (בדילול מלא, לפי מחיר מניה של 15אג') בתוספת הלוואת בעלים	0.4	
מזומן ואחר	0.3	
סה"כ שווי נכסי	3.2	

*לא כולל התייחסות לאופציות אשר שיעורן ותנאיהן טרם נקבעו

**על בסיס הון המניות הצפוי לאחר הקצאה בהתאם למתווה המוצע

המתווה המוצע – ניתוח רגישות

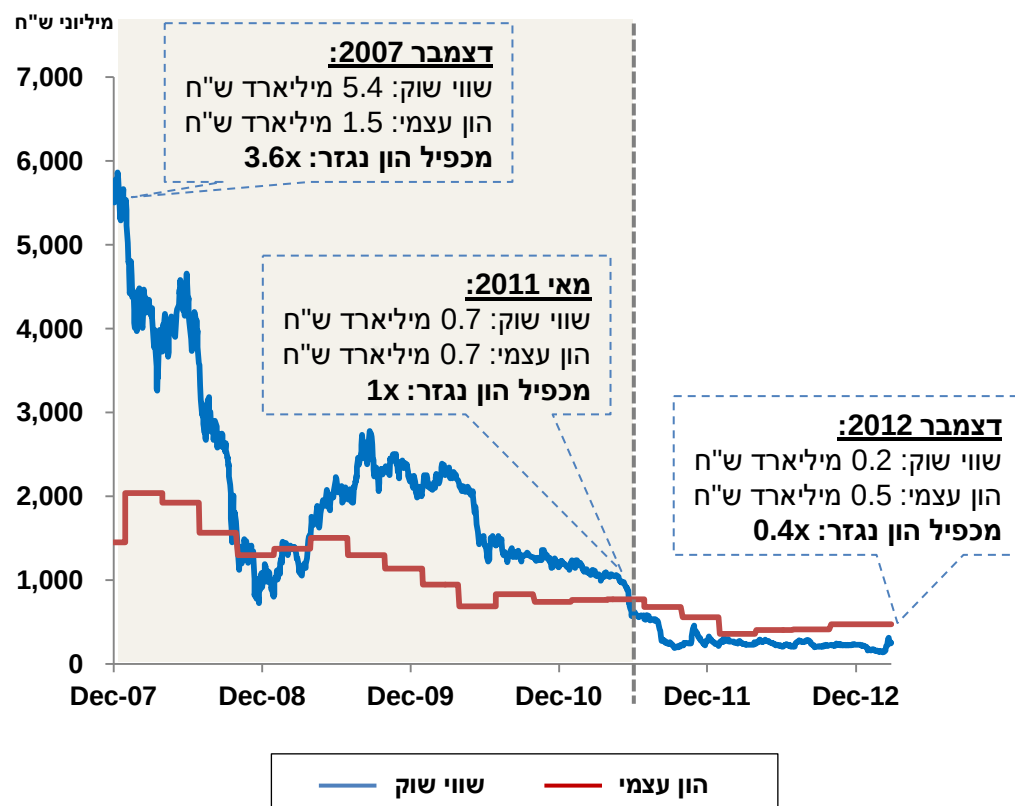
ניתוח רגישות לשווי הנכסי של אלביט אל מול שיעור הכיסוי של מחזיקי חוב (מיליוני ש"ח)

לפי שווי נכסי כעסק חי					
4,000	3,500	3,200	2,500	2,000	שווי נכסי ברוטו (GAV)
(233)	(233)	(233)	(233)	(233)	התחייבויות לבנקים מובטחים
(300)	(300)	(300)	(300)	(300)	סדרת אג"ח חדשה
3,467	2,967	2,667	1,967	1,467	סה"כ שווי נכסי נקי (NAV)
19.5	16.7	15	11.1	8.3	NAV משוקף למניה (ש"ח)
86%	86%	86%	86%	86%	שיעור החזקה – מחזיקי חוב*
2,982	2,552	2,122	1,692	1,262	שווי מניות של מחזיקי החוב
300	300	300	300	300	סדרת אג"ח חדשה
3,282	2,852	2,594	1,992	1,562	שווי כולל של מחזיקי חוב
1.33x	1.16x	1.05x	0.81x	0.63x	שיעור כיסוי מחזיקי חוב (ביחס לפארי)

המתווה המוצע – התפתחות המניה בשנים האחרונות

טרם משבר הנזילות, החברה נסחרה במכפילי הון עצמי גבוהים משמעותית מ-1.0x

ניתוח שווי ומכפילי הון היסטוריים*



*מקור: אתר הבורסה, שווי שוק מתואם לדיבידנדים והטבות. הון עצמי המיוחס לבעלי מניות הרוב.

- **טרם משבר הנזילות, החברה נסחרה לאורך תקופה ארוכה בפרמייה משמעותית מעל השווי הנכסי (NAV). הפרמיה מיוחסת ל:**
 - אופי הפעילות היזמי של החברה
 - פוטנציאל קרקעות שלא מתומחר במאזן
- **מאז משבר הנזילות שאירע במהלך שנת 2011, החברה נסחרת בדיסקאונט עמוק על השווי הנכסי (NAV) שנבע מ:**
 - לוחות סילוקין אשר אינם תואמים את המקורות התזרימיים של החברה
 - חשש ביחס לאיתנות הפיננסית של החברה

המתווה המוצע – השפעות אפשריות

המתווה המוצע צפוי לשחרר את הלחצים 'המדכאים' את מחיר המניה וצפוי להוביל להשאת ערך החברה

השפעות אפשריות על פעילות החברה

- חיזוק ההון העצמי של החברה
- המשך פיתוח פרוייקטי היזמות החשובים והגדולים בשנים הקרובות (פולין, סרביה ורומניה וכן נכסי נדל"ן למגורים בהודו) לצורך הצפת ערך
- המשך תהליך ההשבחה של הנכסים המניבים
- אפשרות לחלוקת דיבידנדים
- יזמות עתידית שאיננה מופיעה בהון העצמי או ב-NAV תוכל לבוא לידי ביטוי כפי שבאה לידי ביטוי טרם המשבר

השפעות אפשריות על המניה

- הבראת החברה והסרת איום חדלות הפירעון
- חזרה אפשרית למדדים מובילים בבורסה
- פיזור רחב של המניה והגברת הסחירות
- הון עצמי צפוי לאחר השלמת המתווה – כ-2.5 מיליארד ש"ח (לא כולל ערך לפעילות המדיקל אשר שווייה אינו משוקף במלואו בספרים)
- חזרה אפשרית למכפילי הון עצמי מייצגים – החברה נסחרת בעבר במכפילי הון עצמי גבוהים משמעותית מ-1.0x

המתווה המוצע אל מול חלופת הפירוק

המתווה המוצע משרת את בעלי החוב ואת החברה בצורה מיטבית. חלופת הפירוק עלולה להותיר את בעלי החוב עם ערך כלכלי נמוך באופן מהותי ביחס למתווה המוצע

שווי נכסי בפירוק

הערך הנכסי בפירוק צפוי להיפגע באופן משמעותי:

- שווי שוק (חלק אלביט) – כ-310 מיליון ש"ח, נמוך באופן מהותי בהשוואה להון העצמי (נסחרת במכפיל של כ-0.25x על ההון העצמי)
- כ-29% ממניות פלאזה סנטרס משועבדות לבנק הפועלים – אבדן ערך עם מימוש המניות המשועבדות ובנוסף אובדן ערך בגין רכיב פרמיית שליטה
- שווי שוק המניות החופשיות המוחזקות על ידי אלביט הדמיה – כ-160 מיליון ש"ח

- היקף השקעה של כמיליארד ש"ח (אלביט+פלאזה) בפרויקטי מגורים מורכבים אשר לא ניתן לממשם טרם השלמת הפיתוח
- פרויקטים עם שותפים
- מגבלות רגולטוריות על מימושי קרקעות
- תגובת שרשרת לפלאזה סנטרס המחזיקה באופן ישיר בפעילות

- תפיסת נכסים מהותיים על ידי נושים מובטחים (בעיקר מימוש מהיר של המלונות המשועבדים ללא רגישות למחיר המימוש מעל גובה החוב הבנקאי)
- הליך מימוש מהיר יגרור דיסקאונט
- מימוש נכסים אשר טרם הגיעו להבשלה
- עלויות משמעותיות בניהול התהליך
- רכיב השווי היזמי, ידע, ניסיון ופלטפורמה מאבדים ערך – ועלולים לגרום לתגובת שרשרת לפלאזה סנטרס

המתווה המוצע - שווי נכסי כ- 'עסק חי'

(מיליארדי ש"ח)	שווי	מתודולוגיה
פלאזה סנטרס	1.4	הון עצמי פלאזה סנטרס נכון ליום 31.12.2012 (חלק אלביט), כולל השקעות פלאזה בהודו
הודו (חלק אלביט)	0.5	נכון ליום 31.12.2012 (ע"פ דוחות פלאזה סנטרס)
מלונות	0.6	הערכות שווי (מצגת מקורות ושימושים מיום 30.9.2012)
מדיקל	0.4	שווי שוק (בדילול מלא, לפי מחיר מניה של 15אג) בתוספת הלוואת בעלים
מזומן	0.3	
סה"כ שווי נכסי	3.2	

עקרונות היסוד בתכנית העסקית העתידית של החברה

• ברמה העסקית-יזמית:

- המשך פיתוח פרוייקטי היזמות החשובים והגדולים בשנים הקרובות (פולין, סרביה ורומניה וכן נכסי נדל"ן למגורים בהודו) לצורך הצפת ערך
- המשך תהליך ההשבחה של הנכסים הקיימים
- מימוש פעילויות שאינן פעילויות הליבה של החברה בעיתוי האופטימלי לאחר הצפת מלוא הערך הטמון בהן
- ניצול מיטבי של הפלטפורמה הקיימת של החברה ויכולותיה באיתור ומימוש הזדמנויות נדל"ן בזירה הבינלאומית (ע"ע EPRE/EPN)

• ברמת ניהול החברה

- החברה תהנה מניהול מיטבי, מפוקח ע"י הדירקטוריון החדש שייבחר, בשתי רמות:
- **נדל"ן:** הנהלה מקצועית ומיומנת ברמת הייזום, פיתוח, ניהול, השבחת ומימוש נכסי נדל"ן
- **פיננסי ואחרים:** הנהלה מקצועית ומעורבת בתחום ההתנהלות הפיננסית והיבטי ממשל תאגידי:
 - מדיניות מימון מסודרת במטה
 - דירקטוריון פעיל ומעורב
 - מימוש תכנית עסקית כפי שייקבע על ידי הדירקטוריון שיכהן באותו מועד
 - מדיניות דיבידנד

- **בהנחת עסק חי ההסדר צפוי לגלם שיעור כיסוי מלא לבעלי החוב – החזקות בעלי החוב בהון העצמי הצפוי לאחר ההסדר, ובתוספת ערך החוב החדש, מגלמים כיסוי מלא**
- **בעלי החוב מקבלים את הרוב המכריע של האינטרסים הכלכליים (הון/חוב) בחברה**
- **העברת מרבית האינטרסים הכלכליים לידי בעלי החוב מבוצעת בדרך התואמת ביותר לפרופיל העסקי של החברה ויכולותיה התזרימיות**
- **בעלי החוב ימנו את דירקטוריון החברה וישפיעו על התוויית פעילותה**
- **חברה בריאה בעלת מבנה הון התואם את אופי פעילותה, אשר יאפשר להשביח את הנכסים ולמקסם את ערכם, חלף מימושם בתנאי לחץ**
- **לאחר השלמת ההסדר תהיה החברה יציבה, ללא צרכי גיוס הון מיידיים ונטילת חוב נוסף**

מידע משפטי – גורמי סיכון

ההסדר המוצע עלול שלא להיות מאושר על ידי הצדדים הרלבנטיים (לרבות, בין היתר, מחזיקי אגרות החוב, בעלי המניות בחברה, הערכאות המוסמכות, רשויות רגולטוריות, וכו'). בנוסף, עלול ההסדר המוצע להיות נתון להתנגדות מצד צדדים שלישיים שונים ו/או כפוף לאירועים אחרים מחוץ לשליטת החברה, אשר עלולים לעכב ו/או למנוע את השלמתו. הגשת בקשת פירוק או בקשה דומה, עלולה לגרום לנקיטת הליכים ע"י נושים מובטחים ו/או ביטול הסכמים ע"י צדדים שלישיים, מה שיפגע במסת הנכסים של החברה ו/או ביכולת הבראתה. בנוסף, בין היתר, חשופה החברה לגורמי סיכון כמפורט בדיווחי החברה לציבור המפורסמים על-פי דין ובכלל זה, בדו"ח 20-F של החברה, Item 3.D, תחת הכותרת "Risk Factors", אשר עשויים להשפיע על תוצאות פעולותיה ו/או יכולתה לממש את תוכניותיה. כמו-כן, ומבלי לגרוע מכלליות האמור לעיל ו/או מגורמי הסיכון המפורטים בדו"ח 20-F של החברה כאמור, **לגורמים הבאים עלולה להיות השפעה מהותית על פעילות החברה ותוצאותיה העסקיות:** (א) סיכונים נגזרים ממעבדה הנוכחי של החברה: אי ביצוע תשלומי קרן ו/או ריבית למי מנושי החברה בהתאם להחלטת הדיירקטוריון מיום 5 לפברואר 2013 עלול לנקיטת הליכי פירוק ו/או כינוס כנגד החברה. (ב) גורמי סיכון הקשורים למרכזי הקניות והבידור: מציאת מיקום מתאים הוא קריטי להצלחת מרכז קניות ובידור; מגבלות תכנוניות והתנגדות מקומית עשויות לדחות או למנוע הקמה של מרכז מסחרי; הסתמכות על קבלנים וקבלני משנה בבניית מרכזי הקניות והבידור עשויה לגרום לעלויות בניה גבוהות ואובדן היתרון התחרותי של החברה; עיכוב בהשלמת פרויקטים לבניית מרכז קניות ובידור עלולים להשפיע על הצלחת החברה; החברה תלויה בצדדים שלישיים לצורך התקשרות בהסכמי שכירות ובמיוחד בהתקשרות עם שוכרים עוגנים למרכז הקניות והבידור, כאשר במידה שהחברה לא תצליח להתקשר בהסכמים כאמור, היא מסתכנת בהפחתת מחירים; החברה חשופה לירידת מחירי השכירות ו/או מחירי המכירה של מרכזי הקניות והבידור שבבעלותה; החרפת התחרות באזורי פעילותה; ייתכן שהחברה תידרש לשלם תשלומים לדיירים אשר נהנים מזכויות דיור מוגנות, במקרה בו החברה תרצה לפנות את השטח, אשר עלולים לגרום לחרירות מהתקציב; אין בטחון שהחברה תצליח לממש את האסטרטגיה שלה לבניית ומכירת מרכזי קניות ובידור בהצלחה, ומקרה כאמור עלול להוביל לפגיעה משמעותית בתוצאות פעילותה של החברה; חלק ממרכזי הקניות והבידור נמצאים בבעלות משותפת והשליטה בהשקעות הינה בשיתוף עם צדדים שלישיים; עסקאות לרכישת מרכזים מסחריים, מרכזי קניות ובידור הנרכשים ע"י החברה, כפופות לסיכונים אינהרנטיים הקיימים בעסקאות רכישת נדל"ן כגון, אך לא רק, אי-גילוי פגמים וליקויים במסגרת בדיקות נאותות או יכולת לעריכת בדיקות נאותות בהיקף מוגבל, פגמים בזכויות הנרכשות, פגמים וליקויים במבנה או בקרקע, זיהום ומפגעי איכות סביבה; עלולה להתקיים תלות בשותפים עסקיים, שיתופי פעולה ונותני שירותים; סכסוכים עם בעלי קרקע ו/או שוכרים ו/או נותני שירותים, הפרת הסכמים ו/או חוסר סולבנטיות ע"י שוכרים המהווים עוגנים; אי-יכולת להתקשר עם חברת ניהול נכסים (Property Management) בכלל או בתנאים הרצויים לחברה; שינויים בכח הקניה או הרעה בכלכלת המדינה הרלוונטית הפוגעת בהכנסות המרכז; ירידת ערך נכסים; שינויים אורבניים ו/או דמוגרפיים ו/או שינויים בתמהיל האוכלוסיה המהווה קהל היעד של המרכז המשפיעים על רווחיותו; שינויים בחקיקה או במיסוי המגבילים את פעילות המרכז ו/או רווחיותו ו/או אפשרות מימושו; רכישה, פיתוח וחדוש של מרכזים מסחריים כרוך בסיכונים משמעותיים עבור החברה והעדר אפשרות לצפות את הצלחתם של פרויקטים עתידיים; ענף זה מושפע משינויים בכלכלה העולמית, בנדל"ן ובסביבה העסקית אשר עלולים להשפיע לרעה על עסקי החברה או על תוצאותיה הכספיות. (ג) גורמי סיכון הקשורים לעסקי המלונאות: ענף המלונאות עשוי להיות מושפע מתנאים כלכליים, עודפי היצע, דפוסי תיירות, מזג אויר ותנאים נוספים אשר מעבר לשליטת החברה; תחרות בענף המלונאות; רכישה, פיתוח וחדוש של מלונות כרוך בסיכונים משמעותיים עבור החברה והעדר אפשרות לצפות את הצלחתם של פרויקטים עתידיים; תלות בשותפים עסקיים, מיזמים משותפים ושיתופי פעולה; הסתמכות על הסכמי ניהול עם קבוצת רזידור (רדיוסון), אשר עשויים שלא להניב את התוצאה הרצויה ו/או להסתיים. בנוסף, ירידה משמעותית במוניטין של רזידור (רדיוסון) או בביצועי המלונות שבבעלות החברה עלולה להשפיע לרעה על תוצאות החברה; החברה כפופה להסכמים עם קבוצת מלונות רזידור, כאשר ההתחייבויות מכוח ההסכמים כאמור עלולות להביא לעלויות משמעותיות לחברה; השווי של ההשקעות במלונות החברה חשוף למגוון סיכונים הנובעים מהבעלות על הנכס ותפעולו; זכות הבעלות של החברה במלון בוקרשטי הותקפה, ובמידה שההליך יצליח תהיה לכך השפעה מהותית על תוצאות החברה. (ד) גורמי סיכון הקשורים לפרוייקטים למגורים: ענף הבניה למגורים מתנהג באופן מחזורי ומושפע משינויים בכלכלה העולמית, בנדל"ן ובסביבה העסקית אשר עלולים להשפיע לרעה על עסקי החברה או על תוצאותיה הכספיות; במידה שרוכשי הדירות מהחברה או רוכשי הדירות מהרוכשים המקוריים יתקלו בקשיים במימון הרכישה, תוצאות הפעילות של החברה עלולות להיפגע; לחברה עלול להצטבר עודף של מלאי שטחי נדל"ן במידה שלא תצליח להשלים את בניית הפרוייקטים ולמכורם ברווח; יתכן ושחברה לא תוכל להגיע לרמות מלאי מספקות על מנת שתוכל להשלים את הבניה על-פי לוחות הזמנים שנקבעו; לחברה תלות בקבלנים, ספקים ונותני שירותים. (ה) גורמי סיכון המשותפים למרכזי הקניות והבידור, לעסקי המלונאות ולפרוייקטים למגורים: אי ציות לרגולציה עלול להשפיע לרעה על התוצאות העסקיות של החברה; חשיפה לתביעות בקשר עם ליקוי בניה ו/או תכנון שנגרמו על-ידי קבלני משנה; מחסור בחומרי גלם ועובדים; פרויקטים לשימושים מעורבים המשלבים מרכזי עסקים ופנאי משלבים מספר סיכונים כאשר התממשות של סיכון בחלק אחד עשוי להשפיע גם על החלקים האחרים של הפרוייקט; השווי ההוגן של נכסי הנדל"ן שבבעלות החברה עלול להיפגע על-ידי גורמים מסוימים אשר עשויים להביא להפסדים בגין ירידת ערך אשר לא נרשמה הפרשה בגינם בעבר; ממצאים סביבתיים כגון ממצאים ארכיאולוגיים או מפגעים אקולוגיים באתרים עלולים להשפיע בצורה משמעותית על תקציב הבניה, לוחות הזמנים, הכדאיות והשיווק של מרכזי הקניות והבידור; (המשך בשקף הבא)

מידע משפטי – גורמי סיכון (המשך)

שינויים בתוכניות תכנון ובניה, ייעודי קרקע, הפקעה וכיוצ"ב, עלולים להגביל או לפגוע בפעילות הנכסים ו/או ערכם ו/או רווחיותם ו/או אפשרות מימושם. (ו) גורמי סיכון הקשורים ב- Image Guided Treatment Business: חברת הבת אינסייטק בע"מ ("אינסייטק"), תלויה במכירות של המכשיר ExAblate 2000 לטיפול בגידולים ברחם ובמכירות של מערכת המחקר המשמשת למחקרים במרפאה. חוסר היכולת למכור את מכשיר ה-ExAblate 2000 עלול להשפיע לרעה על תוצאותיה העסקיות של אינסייטק; במידה שה- ExAblate 2000 יצליח להשיג הכרה רחבה לגבי טיפול בגידולים רחמיים, אינסייטק לא תוכל למכור כמות מספקת כדי לתמוך בעסקיה; במידה שרופאים, בתי חולים וקופות חולים לא יוכלו לקבל כסיו מספיק והחזר הוצאות מידי צדדים שלישיים למטופלים ב- ExAblate 2000, אינסייטק לא תוכל למכור בכמות מספקת כדי לתמוך בעסקיה; צמיחתה של אינסייטק תלויה ביכולת לפתח ולעמוד בדרישות רגולטוריות לטיפול נוספים ואפליקציות נוספות ל- ExAblate 2000; לאינסייטק תלות בג'נרל אלקטריק, לרבות מכח היותה של ג'נרל אלקטריק אחד מערוצי השיווק העיקריים של מוצרי אינסייטק, מגבלת האקסלוסיביות ביחס לפלטפורמת ה- MRI שניתנה לג'נרל אלקטריק במסגרת עסקת ההשקעה שנחתמה ב- 10 באוקטובר 2012 והסכם שיתוף הפעולה שנחתם במסגרתה ביום 18 באוקטובר 2012 והמותנה בהשלמתה; במידה שאינסייטק לא תצליח להגן על קניינה הרוחני, מעמדה התחרותי עלול להיפגע; תביעות צדדים שלישיים בגין הפרת זכויות יוצרים עלולות לאלץ את אינסייטק לתכנן מחדש את מוצריה, להשיג רישיונות או להיכנס בעתיד להתדיינות משפטית יקרה בנושא קניין רוחני; טיפול בבני אדם עלול לגרום לנזקי גוף למטופלים, אם כתוצאה מטיפול לקוי או מתהליך לקוי אשר לא ניתן היה לגלותו או אשר לא נתגלה במחקרים קליניים. נזק שכזה, אם וככל שיקרה, עלול לגרום תביעות נגד אינסייטק שעלולות לסכן את קיומה. (ז) גורמי סיכון הנוגעים לפעילויות נוספות של החברה: פעילות אלביט אופנה בע"מ ("אלביט אופנה") תלויה בזכיון וספק יחיד, וכתוצאה מכך ייתכנו עיכובים והפרעות בשילוח המוצרים; עלייה בשכר בישראל עלולה להשפיע לרעה על תוצאותיה העסקיות של אלביט אופנה; תעשיית האופנה מושפעת משינויים בטעמי הצרכנים ו/או כניסת מתחרים לשוק המקומי. במידה שהיצרן של מוצרים המשווקים בידי אלביט אופנה יטעה בזיהוי מגמות או אם אלביט אופנה תטעה ברכישותיה ולא תרכוש מוצרים אשר יתאימו להעדפות הצרכנים, מכירותיה של אלביט אופנה עלולות להיפגע; שינוי בתעריפי המכס וכן שביתות נמלים עלולים להשפיע לרעה על תוצאותיה העסקיות של החברה; אלביט אופנה עשויה שלא לעמוד בתחרות הגבוהה בענף האופנה ומתחריה עשויים לגבור עליה מבחינה פיננסית, גיאוגרפית או אחרת; בעקבות מכירת אלביט מסחר וקמעונאות בע"מ ובכלל זה, הפעילות הנוגעת למוצג גאפ, קטן נפח פעילותה וחוזקה של החברה בשוק, מה שעלול לגרום לאובדן היתרון לגודל (ובכלל זה, הגדלת עלויות התקורה והנהלה וכלליות למוצג וקישון בכח המיקוח מול בעלי קניונים, בין היתר, בכל הנוגע למיקום חנויות ותעריפי דמי שכירות); לתנודתיות ו/או לעליה במחירי חומרי הגלם עלולה להיות תוצאה שלילית על הרווחיות של אלביט אופנה; פיחות בשקל לעומת מטבעות זרים עלול להשפיע לרעה על תוצאות אלביט אופנה; השקעות החברה בהון סיכון הינן ספקולטיביות מטבען וייתכן שלעולם לא יניבו הכנסות או רווחים. (ח) גורמי סיכון הקשורים לישראל: המצב הביטחוני והכלכלי בישראל עשוי להשפיע על פעילות החברה; רבים מהדירקטורים, נושאי המשרה והעובדים מחויבים לשירות מילואים; ניהול ואכיפה של הליכים משפטיים מחוץ לישראל, עלולים לעורר קושי; הוראות בידי החברות הישראליות בקשר לרכישה או השתלטות על חברה עשויות להשפיע לרעה על בעלי המניות של החברה. (ט) גורמי סיכון הקשורים במזרח אירופה: במסגרת פעילות החברה במזרח אירופה החברה נתונה למגוון סיכונים בהם סיכונים כלכליים, אי יציבות פוליטית ושחיתות. (י) גורמי סיכון הקשורים בהודו: עוינות בהודו ובמדינות נוספות באסיה עלולה להשפיע על תוצאות החברה ועל מצבה הכספי; שינויים במדיניות הכלכלית הננקטת על-ידי ממשלת הודו או אי יציבות פוליטית עשויים להשפיע לרעה על עסקי החברה; הגבלות שיוטלו על-ידי ממשלת הודו לעניין השקעות בהודו עשויות להשפיע על התוצאות העסקיות של החברה; אי וודאות ביחס לבעלות על קרקעות בהודו עלול לחשוף את החברה לתביעות של צדדים שלישיים ביחס לרכישת קרקע בידי החברה; מגבלות רגולטוריות בהודו ביחס להוצאת הון מהמדינה עלולות להשפיע על תזרים המזומנים של החברה. (יא) גורמי סיכון הקשורים לאיחוד האירופי: כאמור, לחברה פעילות בענף המלונאות באירופה, ובכלל זה במדינות המשוויכות לאיחוד האירופי ו/או המושפעות מהתמורות בו, ובכוונתה להרחיב את הפעילות בתחום המרכזים המסחריים תוך ניצול הזדמנויות במערב אירופה בכלל ובמדינות גוש היורו בפרט. בנוסף לגורמי סיכון הקשורים לעסקי המלונאות ולעסקי מרכזי הקניות והבידור והמפורטים לעיל, חשופות החזקות אלביט במלונות באירופה לתנודות ולתמורות בכלכלה ובמשק האירופאי בכלל, ולמשבר במדינות האיחוד האירופי וגוש היורו בפרט, ובכלל זה צניחה דרמטית בפעילות הפיננסית ובצריכת השירותים בענף המלונאות, קישון בצריכה הקמעונאית ויכולת הקניה, קשיי נזילות מצד לקוחות סיטונאיים (כגון סוכנויות נסיעות), שוכרים וחייבים אחרים, והשלכות אפשריות נוספות כתוצאה מההרעה הכללית במדינות אלו, ככל שתהיה או תתמשך. בין היתר, עלול הדבר להשליך על הפרמטרים הכלכליים של המשק האירופאי, המשך הצמיחה, יכולות המימון ויכולות מימוש הנכסים בתשואות ובלוחות הזמנים כמצופה. (יב) גורמי סיכון הקשורים לארה"ב: בכוונת החברה להמשיך את פעילותה בתחום המרכזים המסחריים בארה"ב. בנוסף לגורמי סיכון הקשורים למרכזי הקניות והבידור והמפורטים לעיל, חשופות החזקות אלביט לתנודות ולתמורות בכלכלה ובמשק האמריקאי כגון, בין היתר, המשך הצמיחה, יכולות המימון ויכולות מימוש נכסים בתשואות ובלוחות הזמנים כמצופה. בנוסף, ייתכן שתוכניות החברה לאיתור משקיעים לקרן הנוספת שבכוונתה להקים לא תצליח ו/או שהיקפי ההשקעה יפלו מהמצופה ו/או שהתשואות, דמי הניהול ויתר ההכנסות שיתקבלו מההשקעות שתבוצענה, ככל שתבוצענה, לא יניבו את התוצאות הצפויות ו/או יסתיימו בהפסדים. (המשך בשקף הבא)

מידע משפטי – גורמי סיכון (המשך)

(יג) גורמי סיכון הקשורים למערב אירופה: כאמור, בכוונת החברה להרחיב את פעילותה בתחום המרכזיים למערב אירופה. בנוסף לגורמי סיכון הקשורים למרכזי הקניות והבידור ולגורמי סיכון הקשורים לאיחוד האירופי, המפורטים לעיל, חשופה פעילות אלביט לסיכונים האינהרנטיים הקיימים בפעילות יזמית מסוג זה, ובמסגרת זו, ייתכן שתוכניות החברה לאיתור משקיעים לקרן הנוספת שבכוונתה להקים לא תצלח ו/או שהיקפי ההשקעה יפלו מהמצופה ו/או שהתשואות, דמי הניהול ויתר ההכנסות שיתקבלו מההשקעות שתבוצענה, ככל שתבוצענה, לא יניבו את התוצאות הצפויות ו/או יסתיימו בהפסדים. בנוסף, קיימים סיכונים המתייחסים להשקעות עצמן, ליקויים או כשלים ביחס לנכסים שייכשו, האטה בצמיחה בשוק הרלוונטי, השפעות מאקרו ומיקרו כלכליות ביחס ליכולות המימון ויכולות תפעול החזקה ומימוש נכסים בתשואות ובלוחות הזמנים כמצופה, העדר ניסיון במדינה הרלוונטית וקיומה של עקומת לימוד ביחס אליה, וכיוצ"ב. (יד) סיכונים הכרוכים במבנה ההחזקות בחברה: לחברה בעל מניות אחד המחזיק בכמות משמעותית של מניות החברה, דבר המאפשר לו לשלוט בעסקי החברה; הפסקת שירותים מחברי ההנהלה הבכירה של החברה ובמיוחד ממר מרדכי זיסר, עשויה להשפיע לרעה על התוצאות העסקיות של החברה; שינוי ו/או העברת השליטה בחברה, בין כתוצאה מאירוע רצוני ובין כתוצאה מימוש כפוי של שיעבודים הרובצים על מניות של החברה שבעלות בעל השליטה כבטוחה להלוואות בנקאיות (לרבות מניות ששוועדו ע"י אירופה ישראל (מ.מ.ש). בע"מ שבשליטת מר מרדכי זיסר לבנק הפועלים בע"מ), עלולים לגרום להפרת התחייבויות חוזיות של החברה כלפי צדדים שלישיים ו/או להקנות לצדדים שלישיים זכות לביטול הסכמים של אותם צדדים שלישיים עם החברה, לרבות העמדה לפירעון מיידי של הלוואות ו/או אשראים אותם נטלה החברה תוך התחייבות להימנע משינוי השליטה בחברה. (טו) גורמי סיכון כלליים ופיננסיים: בנוסף לגורמי הסיכון הרלוונטיים לפעילות ספציפית או למדינת פעילות מסוימת והמפורטים לעיל, תנאים ושינויים בסביבה הכלכלית בארץ ובעולם, עלולים להשפיע לרעה על תוצאותיה העסקיות של החברה; שינויים בכלכלה העולמית, בנדל"ן ו/או בסביבה העסקית בה פועלת החברה, ו/או מגמה שלילית בשוק ההון ו/או ירידת דירוג של החברה או של ניירות הערך של החברה ו/או שחיקת ההון העצמי ו/או הפחתות ערך חשבונאיות ואחרות, אם וככל שיקרו, עלולים להשפיע לרעה על יכולות גיוס המימון של החברה; שינויים מאקרו-כלכליים או מיקרו-כלכליים כמתואר לעיל, עלולים להשפיע על עמידת החברה באמות מידה פיננסיות (קובננטס) בהסכמי הלוואות ואשראי בנקאיים, כגון, אך לא רק, עקב ירידת שווי בטוחות (LTV) (לרבות ירידת שווי נכסי נדל"ן ו/או ני"ע המשועבדים לבנקים) ו/או שחיקת הון עצמי ו/או ירידת שוויים כאמור. לפרטים נוספים אודות הנכסים המשועבדים כאמור, ר' דו"ח 20-F של החברה, Item 5.B, תחת הכותרת "Liquidity and Capital Resources". לאחר תאריך המאזן המופיע בדו"ח 20-F הושלמה עסקת מכירת החזקות החברה במלונות בהולנד לחברת פארק-פלאזה וכתוצאה, נכנסו לתוקף התיקונים בחלק מהסכמי המימון המתוארים בו, ובכלל זה, חלף שעבוד מניות החברות ההולנדיות שהחזיקו במלונות ואשר נמכרו כאמור, ניתנה לבנק המחאה על דרך השעבוד ביחס לתקבולים מסוימים מפארק-פלאזה. שינוי מהותי לרעה בשווי בטוחה זו, עלול לגרום להפרת התחייבויות שונות של החברה כלפי הבנק במסמכי הלוואה. בנוסף, וכפי שדווח בעבר, על החברה לשמור על יחס בין גובה החוב נטו לבין שווי השוק של מניות פלאזה המשועבדות לבנק (בשיעור של 29%) בצירוף שווייה של ההמחאה על דרך השעבוד. לאור התנודתיות בשער מניות פלאזה סנטרס בתקופה האחרונה, קיימת כיום אי-עמידה ביחס המתואר לעיל והנושא מצוי בהתדיינות עם הבנק למציאת פתרון זולת זה הקיים בהסכם כיום (על-פי ההסכם הקיים, החברה תוכל לתקן אי-עמידה זו ע"י פירעון חלק מהחוב לבנק או העמדת פיקדון לטובתו). החברה שמה לה למטרה – אשר אין כל וודאות שתושג – להגיע להסכמה לפיה הבנק יוותר באופן זמני או קבוע על העמידה בתניה פיננסית זו, או, לחילופין, הסכמה על אמות מידה פיננסיות אחרות אשר לא תושפענה מהתנודתיות בשווי מניות פלאזה, שאם-לא-כן, במקרה ולא יהיו ברשותה מזומנים פנויים בסכום הנדרש לעמידה בקובננט, היא עלולה להימצא בסיטואציה של הפרת הסכם אשר תזכה את הבנק לסעדים שיעמדו לרשותו בגין כך; לחברה צורך משמעותי בהון למימון פעילותה, עם זאת ייתכן שהחברה לא תצליח להשיג מימון נוסף; המינוף הגבוה של החברה עלול להשפיע לרעה על יכולת החברה להפעיל את עסקיה; התוצאות העסקיות של החברה מושפעות מעונתיות בעסקיה השונים של החברה; במסגרת הסכמי הלוואות והאשראים הבנקאיים של החברה סולו, נטלה החברה על עצמה התחייבויות שונות הנוגעות לשמירה על יחסים פיננסיים ביחס לחברה ו/או חברות בנות שלה, ובין היתר, שמירה על יחס בין שווי בטוחות לחוב, שמירה על יחס בין החוב הפיננסי נטו ל-Cap נטו, שמירה על מינימום הון עצמי, שמירה על מינימום יתרות מזומנים ונכסים פיננסיים בסולו והתחייבויות נוספות כמקובל בהסכמים מסוג זה. יכולת החברה לעמוד בהתחייבויות אלו תלויה, בין היתר, בתוצאות הפעילות העסקית של החברה ו/או חברת הבת הרלוונטית כפי שהינה משתקפת בדו"חותיה הכספיים, שינויים בתקינה החשבונאית אשר עשויים להשפיע על אופן ההצגה של פעילות זו בדו"חות הכספיים ובתנאים ושינויים בסביבה הכלכלית בארץ ובעולם, לרבות שינויים משמעותיים בשערי חליפין, אשר אינם בשליטתה של החברה; (המשך בשקף הבא)

מידע משפטי – גורמי סיכון (המשך)

במידה שהחברה תסווג כחברת השקעות פסיבית זרה למטרות מס בארה"ב (PFIC), מחזיקים במניות רגילות של החברה עלולים להיות מושפעים לרעה מתוצאות המס; החברה הינה צד להליכים משפטיים שהוגשו נגדה; תוצאות הדוחות הרבעוניים והשנתיים של החברה עלולים להשתנות באופן תדיר - דבר העלול לגרום לירידת מחיר המניות הרגילות של החברה; החברה עשויה שלא להצליח ולקיים מנגנונים יעילים של בקרה פנימית בהתאם לסעיף 404 לחוק Sarbanes-Oxley האמריקני משנת 2002; ביום 28.5.2012 ניתן נגד אלסינט בע"מ (שמוזגה לחברה במהלך 2010; "אלסינט"), החברה, אלרון תעשיות אלקטרוניות בע"מ ("אלרון"), בעלי השליטה בחברה (מרכזי שליטה בע"מ ואירופה ישראל (מ.מ.ש.) בע"מ), דירקטורים ונושאי משרה (כיום ולשעבר) ואחרים, פסק-דין ע"י בית המשפט העליון בת.א. 1318/99 (גדיש נ' אלסינט ואח') לפיו קיבל בית המשפט באופן חלקי את עתירת התובעים להכיר בתובענה כתביעה ייצוגית. התובענה כללה מספר עילות תביעה, אשר המרכזית שבהן, הנוגעת לאי-קיום הליכי הצעת רכש ע"י החברה לרכישת בעלי מניות המיעוט באלסינט, נדחתה ע"י בית המשפט. יחד עם זאת, בית המשפט הכיר בעילות התביעה המשניות ככאלו אשר ראוי לדון בהן כתביעה ייצוגית, ובכללן הטענה כי, לכאורה, עסקי המלונאות וקניין ארנה נרכשו ע"י החברה מאת מרכזי שליטה בע"מ ואירופה ישראל (מ.מ.ש.) בע"מ שלא לפי שווים ההוגן (טענה אשר לא נדונה לגופה, לא הוכחה, והינה מוכחשת ע"י החברה), וכי מכירת מניות אלסינט ע"י אלרון (שאיננה קשורה לחברה) נעשתה שלא כדין בהיותה "מכירה חובלת". הואיל והסעדים המקוריים בעילות שהוכרו אינם רלוונטיים עוד והואיל ובית המשפט לא נדרש לבירור ולא הכריע בעילות התובענה לגופן, אין באפשרות החברה, בשלב זה, להעריך את סיכויי התובענה והשלכותיה. כמובן שהחברה חשופה לסיכון כי הטענות אשר בית המשפט התיר את בירורן תתקבלנה. למידע נוסף אודות הליכים אלו ר' ביאור 23B לדוחות הכספיים של החברה ליום 31.12.2011 אשר פורסמו בדיווח מיידי (Form 6-K) ביום 29.3.2012; ביום 3.3.2013 הוגשה כנגד החברה תביעה ובקשה לאישור התביעה כייצוגית ת"צ-47845-02-13 יוקי שמש בע"מ נ' אלביט הדמיה רפואית בע"מ, חלק מנושאי המשרה בחברה ואירופה ישראל (מ.מ.ש.) בע"מ בבקשה לאשר התביעה כיצוגית מבקש התובע להגדיר את הקבוצה כמחזיקי אג"ח א' וב', וטוען כי החברה הפרה את חובת הנאמנות שלה למחזיקי אג"ח א' ו ב' לאור דיווחיה מיום 5 ו-19 מפברואר, 2013, על פיהם החליטה החברה להשהות את תשלומי הקרן והריבית לסדרות אלו. הסכום הנתבע הינו 240 מיליון ₪. נכון למועד זה, אין באפשרות החברה, בשלב זה, להעריך את סיכויי התובענה והשלכותיה. (ט) סיכונים נגזרים מחברות בנות: גורמי הסיכון המפורטים לעיל עלולים לפגוע גם בחברות בנות של החברה ובהתאמה, באיתנותן הפיננסית ו/או ביכולת החברה למשוך רווחים או להציף ערך מחברות בנות ו/או ביכולת החזר של הלוואות בעלים שנתנה החברה לחברות בנות ו/או בשווי חברות בנות המגולם בהונה העצמי של החברה; לחברה עשויות להיות מחויבויות שונות לטובת או בגין חברות בנות, אשר החברה עלולה להידרש לפורען; מקורות החברה כוללים קבלת דיבידנדים מחברות בנות, כאשר העיקרית שבהן הינה פלאזה. מחזיקי אגרות החוב של פלאזה ו/או נושים אחרים שלה עלולים להתנגד לחלוקת כאמור ולנקוט בצעדים משפטיים למניעת חלוקת דיבידנד ע"י פלאזה, בין היתר, תוך העלאת טענות הקשורות להפרה, לכאורה, של המגבלות אשר פלאזה קיבלה על עצמה כלפי מחזיקי האג"ח שלה ביחס לחלוקת דיבידנדים. עיכוב ו/או מניעה מביצוע חלוקה, כפי שאכן אירע במהלך 2013, עלולים לגרום לחסר בתזרים המקורות אשר החברה צפתה לקבל וכתוצאה, באם לא יהיה בידי החברה מקור חלופי או עתודות מזומנים נזילים, הדבר עלול לגרום לה לא לעמוד באיזו ממחויבויותיה או לפגוע בתוכנית ההשקעות שלה. לפרטים נוספים אודות גורמי הסיכון אשר החברה חשופה להם, ראה דו"ח 20-F של החברה, Item 3.D, תחת הכותרת "Risk Factors". מובהר, כי רשימה זו איננה רשימה כוללת וממצה של כל הסיכונים להם חשופה החברה. עשויים להיות או להיווצר בעתיד סיכונים נוספים אשר החברה לא צפתה אותם ואשר אינם כלולים לעיל ו/או בדיווחי החברה המפורסמים מעת לעת.