

אלביט הדמיה בע"מ

חוות דעת בעניין פוטנציאל שווי החברה

יוני 2013



תוכן העניינים

3	1. כללי
3	1.1 מטרת חוות הדעת
4	1.2 תיאור תמציתי של החברה
7	1.3 סיקור תמציתי של הסיטואציה הנוכחית בה מצויה החברה
9	1.4 פעילות החברה בראיה עתידית
9	1.5 מקורות המידע
10	1.6 תמצית חוות הדעת
11	1.7 שווי הפלטפורמה היזמית
12	2. הגבלת אחריות
14	3. נתונים פיננסיים עיקריים
14	3.1 מאזן
16	3.2 דוחות רווח והפסד
17	4. מתודולוגיה
17	4.1 סקירת שיטות עיקריות להערכת השווי
18	4.2 הגישה המקובלת עפ"י פסיקת ביהמ"ש העליון
19	4.3 בחינת שיטת הערכה המתאימה בראיית פוטנציאל פעילות החברה בטווח הארוך
20	4.4 שיטת הערכה שנבחרה
21	5. אומדן פוטנציאל שווי האחזקות במניות פלאזה סנטרס
21	5.1 תיאור פעילות פלאזה סנטרס
22	5.2 יישום שיטת ה-NAV בהערכת שווי פלאזה סנטרס
23	5.3 סיכום הערכת השווי פלאזה סנטרס
24	6. אומדן פוטנציאל שווי פעילות בהודו
24	6.1 תיאור תמציתי של הפעילות בהודו
24	6.2 פרויקט Chennai
24	6.3 פרויקט Bangalore (Varthur)
24	6.4 פרויקט Kochi
25	6.5 סיכום אומדן פוטנציאל שווי פעילות בהודו
26	7. אומדן פוטנציאל שווי חטיבת המלונות
26	7.1 תיאור תמציתי של חטיבת המלונות
26	7.2 פרויקט בוקרשט (מלון רדיסון בלו)
26	7.3 פרויקט אסטרייד
26	7.4 פרויקט פארק אין
27	7.5 מניות, אופציות והלוואות מקבוצת פארק פלאזה
27	7.6 פרויקט טבריה
27	7.7 ערבויות החברה לפרויקטים
27	7.8 סיכום אומדן פוטנציאל שווי הפעילות המלונאית
28	8. אומדן פוטנציאל שווי מניות אלביט מדיקל
28	8.1 תיאור פעילות החברה
28	8.2 חברת אינסייטק
29	8.3 חברת גאמידה סל
29	8.4 שווי בורסה של אלביט מדיקל
30	8.5 אומדן שווי אלביט מדיקל בהתבסס על שווי בורסה

1. כללי

1.1. מטרת חוות הדעת

לבקשת דירקטוריון אלביט הדמיה בע"מ (להלן: "אלביט הדמיה" או "החברה") מחודש יוני 2013, לצורך בחינת החלופות לגיבוש להסדר החוב בחברה, הערכנו את פוטנציאל השווי הנכסי הנקי (Net NAV – Asset Value) של החברה נכון ליום 31 במרץ 2013 (להלן: "מועד ההערכה"), תחת תרחיש של המשך פעילות החברה במהלך העסקים הרגיל לאחר הסדר החוב ומיצוי מלוא הפוטנציאל הטמון בנכסים המוחזקים על ידה. תרחיש זה מניח, בין היתר, הנחות עיקריות הבאות:

- ביצוע ההסדר יאפשר לחברה להמשיך לפעול כעסק חי בראייה ארוכת טווח.
- לצורכי חוות דעת זו הונח, כי החברה תגיע להבנות עם כלל נושיה, ויחתם הסדר חוב שיאפשר כנדרש, לפיו חובות החברה לבעלי האג"ח יימחקו ויומרו למניות, כך שהחברה תוכל להמשיך לפעול ללא נטל החובות הכבד הרובץ עליה כעת.
- בהקשר זה יצוין, כי להבנתנו החברה הציעה מתווה להסדר החוב בחברה, ולפיו מרבית חוב החברה (כ-2.2 מיליארד ש"ח) יומר להון מניות של החברה, כך ששיעור החזקת מניות בעלי החוב בחברה יעמוד על 86% לאחר חתימה על ההסדר, ובכפוף לאישורו על-ידי בית המשפט. במקביל, הציעה נציגות מחזיקי אגרות החוב מתווה לפיו יומר חלק מהחוב (כ-1 מיליארד ש"ח) להון מניות של החברה, כך ששיעור החזקת בעלי החוב יעמוד על 95%. נמסר לנו, כי החברה מתכוונת להציע מתווה מעודכן להסדר חוב בתנאים בהם נטל שירות החוב השוטף של החברה (ברמת המטה) יהא נמוך. נראה כי לאחר ביצוע הסדר חוב במתווה כאמור, הקטנת מבנה המינוף של החברה והתאמה של מבנה החוב לתקופה שאחרי הבשלת הפרויקטים, יאפשר חזרת החברה לפעילותה היזמית תוך מיצוי מלוא הפוטנציאל הטמון בנכסים שבבעלותה וכן המשך ייזום ופיתוח נכסים עתידיים תוך ניצול היכולות המוכחות והניסיון הרב שלה.
- הונח, כי לאחר הסדר חוב (ובכפוף לשמירת נטל שירות חוב נמוך) כאמור, תוכל החברה לפתח ולממש את נכסיה הקיימים ללא כל לחץ או מכירה כפויה, ותוכל להשיא את התמורה ממימוש ופיתוח נכסיה לערך המלא, בהתאם לערכי השמאות שלהם.
- אומדנים רבים בעבודה זו מבוססים על הערכות השמאות שבוצעו לנכסי החברה על ידי שמאים חיצוניים בעלי ניסיון וידע בינלאומי רלוונטי. דוחות שמאות אלו משמשים את דירקטוריון החברה וחברות נוספות בקבוצה לצורך דוחותיהן הכספיים. ההנחה היא, כי במהלך העסקים הרגיל (ללא לחץ ולא בתנאי מכירה כפויה) מימוש עתידי של נכסי הנדל"ן (הן נכסים פעילים והן נכסים וקרקעות בשלב הפיתוח) יבוצע לפי השווי האופטימאלי בהתאם לערכי השמאות שלהם ולא "בערכי חיסול". בנכסים רבים שנמצאים כיום בשלב הפיתוח והתכנון, צפויה השקעה ועבודה של שנים אחדות שכוללת השלמת הליכי תכנון, קבלת אישורים, סגירת הסכמי מימון, בנייה, שיווק שטחים להשכרה עד להגעת הנכס למצבו המיטבי ומכירתו.
- ברצוננו לציין, כי לא נבדקה על ידינו סבירותן של הערכות השמאות ו/או סבירות מימוש עתידי צפוי עפ"י ערכי השמאות. שווי מרכיב הקרקע הנוכחי ושווי הנכסים בהשלמה מפורט גם בדוחות הכספיים של החברה ו/או החברות הבנות. נמסר לנו, כי מדובר בהערכות סבירות ומקובלות על הנהלות החברות אלביט הדמיה ופלאזה סנטרס נכון למועד ביצוע העבודה.

- הונח, כי החברה בעלת אופי יזמי וניסיון מוכחים, ומאופיינת בקניית קרקעות, בניית שטחי מסחר, ניצול נכסים מניבים ומכירה שלהם לאחר השבחתם. הפלטפורמה היזמית של החברה תאפשר ליצור ערך נוסף למשקיעים ולנושים גם מעבר למימוש הנכסים הקיימים.
 - נמסר לנו ע"י החברה כי בכוונתה לנסות להגיע להסדר עם בנק הפועלים בדבר פירעון החוב (ראה סעיף 1.3 להלן). עבודה זו אינה עוסקת ואינה תקפה במקרה שלא יושג הסדר והחברה תאבד כ- 29% מניות פלאזה סנטרס המשועבדות לבנק.
 - תוצאות חוות דעת זו כפופות לעדכון יתרת חבות המס שתבוצע לאחר הגעת החברה להסדר זה או אחר מול רשויות המס.
- ברצוננו להדגיש, כי החברה מצויה כיום בתהליך להסדר חוב עם בעלי אגרות החוב והבנקים. לפיכך, אין לראות בעבודה זו הערכת שווי רגילה, אלא כאמור אומדן לפוטנציאל שווי הוגן בהנחת פעילות שוטפת של החברה לאחר השגת מבנה הון ויחסי הון מתאימים לחברה בעלת פעילות יזמית בהסתכלות ארוכת טווח.

1.2. תיאור תמציתי של החברה

1.2.1. כללי

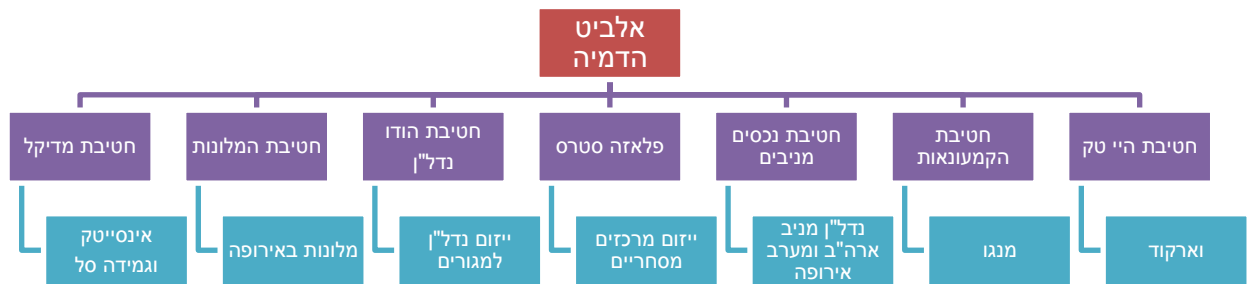
אלביט הדמיה הינה חברה ציבורית דואלית שמניותיה נסחרות בבורסת ה-NASDAQ ובבורסה לניירות ערך בתל אביב. נכון למועד ביצוע חוות הדעת (וטרם ההסדר המתגבש), כ- 49.6% מהון מניותיה מוחזקים בידי הציבור וכ- 50.4% מהון מניותיה מוחזק, במישרין ובעקיפין באמצעות תאגידים אחרים - על ידי מר מרדכי זיסר, בעל השליטה בחברה.

החברה פועלת במגוון תחומים, באמצעות חטיבות פעילות הבאות:

- חטיבת נדל"ן מסחרי** - הכוללת ייזום ובניית מרכזים מסחריים במרכז ובמזרח אירופה ובהודו;
- חטיבת נדל"ן למגורים** - הכוללת ייזום ובניית פרויקטי נדל"ן למגורים ופרויקטים מעורבים (בהם המגורים מהווים חלק עיקרי) במרכז ובמזרח אירופה ובהודו;
- חטיבת המלונאות** - הכוללת ייזום מלונאי וניהול מלונות באירופה;
- חטיבת נדל"ן מניב** - העוסקת ברכישה, בניהול כולל ובהשבחה של נדל"ן מניב בארצות הברית ובמערב אירופה;
- חטיבת מדיקל** - הכוללת מחקר ופיתוח, ייצור ושיווק בתחום המכשור הרפואי המבוסס על טכנולוגיית אולטרסאונד ממוקד לטיפול רפואיים לא-פולשניים, ופיתוח טכנולוגיות להכפלת תאי גזע;
- חטיבת אופנה** - העוסקת בהפצה ושיווק של בגדי אופנה ואביזרים (תחת המותג הספרדי "מנגרו");
- חטיבת היי-טק** - הכוללת החזקות בחברת הזנק הפועלת בתחום ניטור תהליכים בשרשרת ההספקה וכן החזקות בחברה העוסקת בפיתוח, שיווק ובמכירה של פתרונות תוכנה לדיגיטציה של מסמכים לתרגום מסמכים וקבצים למדיה דיגיטלית והשקעות הון סיכון אחרות.

פעילותה של החברה באמצעות תאגידיה השונים, מאופיינת במעגלים (Cycles) של ייזום-פיתוח-השבחה-מימוש. בשנים האחרונות, לאחר השלמת סבב מימושים, ביצעה החברה השקעות רבות, ובין השאר רכשה נכסי נדל"ן וקרקעות לצורך הקמה של פרויקטים וחזוק צבר עבודותיה, שלהערכת החברה עתיד להבשיל בשנים הקרובות. החברה פיתחה מומחיות בייזום עסקאות בשווקים מאתגרים וצברה ידע, ניסיון ומערך קשרים עם שותפים עסקיים וגורמים מממנים, המאפשרים לה להציף ערך מנכסים, לאחר השבחתם.

להלן תיאור תמציתי של אחזקות החברה בחלוקה לחטיבות הפעילות השונות:



להלן תיאור תמציתי של עיקרי פעילות החברה בתחומים השונים:

1.2.2. חטיבת נדל"ן מסחרי

החברה עוסקת מזה למעלה מעשור, בייזום, בהקמה, בהפעלה ובמימוש של פרויקטי נדל"ן, בעיקר בתחום הנדל"ן המסחרי, במרכז ובמזרח אירופה ובהודו. הפעילות בתחום הייזום, ההקמה וההפעלה של מרכזים מסחריים מבוצעת כיום באמצעות חברת Plaza Centers N.V. (פלאזה סנטרס), אשר החברה היא בעלת השליטה בה ומחזיקה בכ- 62.3% מהון מניותיה (הנסחרות ברשימה הראשית של בורסת לונדון (LSE) ובבורסת ורשה (WSE)). עיקר מומחיותה של פלאזה סנטרס, בתמיכתה ומעורבותה של החברה, הינו בייזום, בהקמה ובפיתוח מרכזים מסחריים. כיום מחזיקה פלאזה סנטרס בשבעה מרכזים מסחריים פעילים במרכז ובמזרח אירופה ובהודו. כמו כן, מחזיקה פלאזה סנטרס בבניין משרדים למכירה בעיר פונה שבהודו ובצבר קרקעות, עליהן עתידים להיבנות מרכזי מסחר ובידור נוספים. מתוך צבר הקרקעות הכולל, 6 מתחמים מצויים בשלבי פיתוח שונים ו- 15 מתחמים מיועדים לפיתוח עתידי.

1.2.3. חטיבת נדל"ן למגורים בהודו

פעילות חטיבת הנדל"ן למגורים בהודו החלה בשנת 2006, ומבוצעת באמצעות חברת Elbit Plaza India Real Estate Holdings Ltd. (להלן: "אלביט פלאזה הודו"), שבבעלותה מגה-פרויקטים בתחום המגורים שנמצאים בשלבי פיתוח (בשרשור חברות, שהן חברות פרויקט במהותן), כלהלן:

בעיר בנגלור - פרויקט מגורים המתוכנן להיבנות על חטיבת קרקע בהיקף של כ- 163 אקר (כ- 660 דונם). במסגרת הפרויקט מתוכננת לקום שכונת מגורים יוקרתית, שתכלול למעלה מ-1,000 יחידות צמודי קרקע מסוגים שונים ושטחים ציבוריים.

בעיר צ'נאי - פרויקט מגורים הממוקם בצמוד לפארק התעשייה Sipcot Hi-Tech Park שבמחוז Siruseri בצ'נאי. בפרויקט מתוכננות כ- 700 יחידות של בתים צמודי קרקע, ובנוסף מכירה של מגרשים לאחר פיתוח למטרות בנייה עצמית של וילות וקוטג'ים. הפרויקט מתוכנן על חטיבת קרקע של כ- 83 אקר (כ- 336 דונם).

בנוסף, צבר הנכסים של החטיבה כולל נכס לפיתוח עתידי בעיר קוצ'ין, לפרויקט מגורים בשטח של כ- 41 אקר (כ- 166 דונם; טרם הושלמה העברת הבעלות בקרקעות המהוות את שטח הפרויקט).

1.2.4. חטיבת המלונאות

החברה עוסקת באמצעות חברות ייעודיות, בייזום, בהקמה, בתפעול, בניהול ובמימוש של מיזמי מלונאות. החברה עוסקת בפעילות מלונאית מאז שנת 1999 במערב אירופה, והחל משנת 2000 הרחיבה את פעילותה למרכז ולמזרח אירופה. כיום עיקר פעילותה של החברה בתחום זה מתמקד ברומניה ובמערב אירופה באמצעות חברת Elscint Holdings & Investments N.V. (להלן: "אלסינט הולדינגס"). במסגרת פעילות המלונאות מחזיקה החברה ב- 3 בתי מלון פעילים ברומניה ובבלגיה, הכוללים 1,024 חדרים ודירות: מלון "רדיסון בלו בוקרשט", מלון "רדיסון בלו אנטוורפן" ומלון "פארק אין אנטוורפן".

בנוסף, בחטיבת המלונאות מתוכנן פרויקט אחד לפיתוח עידי בישראל, באזור צפון-מערב הכנרת, הנמצא בשלבים ראשוניים של תכנון ועבודות תשתית.

1.2.5. חטיבת נדל"ן מניב

החברה עוסקת ברכישה של מרכזים מסחריים קיימים, בהפעלתם, בהשבתם ובמימושם, וזאת בשיתוף עם פלאזה סנטרס ושותפים אחרים. פעילות זו מתמקדת בארצות הברית ובאירופה. במסגרת פעילות זו ביצעה החברה את סבב ההשקעה והמימוש בארצות הברית, אשר במהלכו השלימה, רכישה, השבחה ומכירה של רשת של מרכזי קניות, שנמכרה בתמורה לסך כולל של כ- 1.5 מיליארד תוך הצפת ערך משמעותי. כיום, ולאחר מכירת נכסי החברה - בכוונת החברה לנסות ולהאיץ את פעילות החטיבה בכדי להציף ערך מיישום ניסיונה ויכולותיה המוכחות באיתור, ברכישה, בהשבחה ובמימוש של נכסים. בעבודה זו לא נלקח בחשבון שוויה של הפלטפורמה היוזמת של חטיבה זו.

1.2.6. חטיבת המדיקל

החברה עוסקת, באמצעות החברה הציבורית אלביט מדיקל טכנולוגיס בע"מ (להלן: "אלביט מדיקל"), בפעילות בתחומי הציוד הרפואי והביוטכנולוגיה, ומחזיקה בכ- 90% מהונה של אלביט מדיקל, שמניותיה נסחרות בבורסה לניירות ערך בתל אביב. הפעילות העיקרית של אלביט מדיקל בתחום זה נעשית באמצעות שתי החברות הבאות:

- **חברת אינסטיטק בע"מ** (להלן: "אינסטיטק") - אלביט מדיקל מחזיקה בכ- 48.2% ממניותיה של אינסטיטק ויתרת המניות מוחזקות על-ידי General Electric Company (באמצעות חטיבות GE Healthcare ו- GE Capital) ובעלי מניות נוספים. אינסטיטק עוסקת בפיתוח, בייצור ובשיווק של מערכות רפואיות טיפוליות, המבוססות על פלטפורמה טכנולוגית ייחודית, המשלבת שימוש באלומת אולטרסאונד ממוקדת ובהדמיית תהודה מגנטית לצורך ביצוע טיפולים לא פולשניים בגידולים בגוף האדם. אינסטיטק פועלת כיום בעשרות מדינות באמריקה (הצפונית והדרומית), באירופה, באסיה ובאוקיאניה, ומפתחת אפליקציות לטיפול בטווח נרחב של גידולים, חלקם כאלו אשר אין להם מענה ניתוחי.
- **חברת גאמידה סל בע"מ** (להלן: "גאמידה") - אלביט מדיקל מחזיקה (בשרשור) בכ- 30.8% ממניותיה של גאמידה, יתרת המניות מוחזקות על-ידי טבע תעשיות פרמצבטיות בע"מ, כלל תעשיות ביוטכנולוגיה בע"מ ואחרים. גאמידה עוסקת במחקר ופיתוח של מוצרים רפואיים המבוססים על תאי גזע שמקורם בעיקר מדם חבל הטבור. כמו כן, גאמידה פועלת בתחום מחקר, פיתוח וייצור מוצרים המיועדים להשתלת מח עצם בחולים עם סרטן, מחלות דם, מחלות אוטואימוניות ומחלות מטבוליות. בנוסף, נמצאת גאמידה בשלבים מוקדמים יותר של מחקר, פיתוח וייצור מוצרים לטיפול אימונולוגיים לחולי סרטן ולרגרציה של תאים. פעילות גאמידה מתמקדת כיום במחקר ופיתוח של שני מוצרים עיקריים, המבוססים על העשרה של דם טבורי בתאי גזע.

1.2.7. חטיבת האופנה

החברה מחזיקה ב- 100% ממניות אלביט אופנה בע"מ (להלן: "אלביט אופנה"), שהיא בעלת זיכיון המותג "מנגו" בישראל, ולה 25 חנויות פעילות ו- 5 חנויות בשלבים שונים של הקמה או פיתוח עתידי.

1.2.8. חטיבת ההיי-טק

החברה מחזיקה בכ- 55% ממניות חברת וארקוד בע"מ (להלן: "וארקוד") ויתרת המניות מוחזקות על ידי מייסדיה של וארקוד. וארקוד היא חברת הזנק (סטארט-אפ) הפועלת בתחום ניטור תהליכים בשרשרת האספקה. בנוסף, מחזיקה החברה (באמצעות חברה בת זרה בבעלות מלאה) בכ- 16% ממניות חברת Olive Software Inc., העוסקת בפיתוח, בשיווק ובמכירה של פתרונות תוכנה לדיגיטציה של מסמכים ולתרגום מסמכים וקבצים למדיה דיגיטלית.

1.3. סיקור תמציתי של הסיטואציה הנוכחית בה מצויה החברה

להלן תיאור תמציתי אודות מצבה של החברה כיום, טרם הסדר החוב עם בעלי אגרות החוב והבנקים שעולה מדיווחי החברה ומידע שנמסר לנו על ידיה:

במהלך השנים הנפיקה החברה אגרות חוב הרשומות למסחר בבורסה, בשמונה סדרות שונות (סדרות א'-ז' וסדרה 1), בערך נקוב (במועד ההנפקה) של כ- 3.03 מיליארד ש"ח. חוב זה עומד, נכון ליום 31 במרץ 2013 (עפ"י הנתונים שנמסרו על ידי החברה), על סך של כ- 2.422 מיליארד ש"ח. בנוסף, לצורך מימון פעילות הקבוצה, במהלך כעשור נטלה החברה אשראים מבנק הפועלים ומבנק לאומי, שיתרתם נכון להיום עומדת (עפ"י הנתונים שנמסרו על ידי החברה) על סך של כ- 280 מיליון ש"ח. מעבר לכך, חברות בקבוצה נטלו מימון מתאגידים בנקאיים, בעיקר זרים, לצורך ביצוע פרויקטים שונים, אשר רובם ככולם מובטחים בשעבודים על נכסים ספציפיים.

בתחילת שנת 2013, עקב הצטברות של אירועים ונסיבות, שאינם בשליטתה, נקלעה החברה למצוקה תזרימית. החברה נתקלה בקושי לממש נכסים בערכים כלכליים, הן בשל מצב השווקים הבינלאומיים והן בשל עיכובים בקצב התקדמות פרויקטים, שנבע, בין השאר, כתוצאה מעיכובים בקבלת היתרים ובמימוש החלטות רשויות תכנון, וכן בהקשחת מדיניות המימון על ידי בנקים ומוסדות פיננסיים (הן כלפי יזמים והן כלפי רוכשים) לגבי מימון פרויקטים מהסוג שהחברה עוסקת בהם. כמו כן, נמנעה חלוקת דיבידנד מפלאזה סנטרס, בסך של כ- 100 מיליון ש"ח (חלק החברה), בשל התנגדותם של מחזיקי האג"ח של פלאזה. בנוסף, הורדות הדירוג של אגרות החוב של אלביט על ידי חברות הדירוג המקומיות החמירו אף הן את קשיי המימון. במקביל לכל אלה, לא צלחו מספר חלופות מימון שנבחנו במטרה לצלוח את המשבר התזרימי.

לפירוט נוסף בדבר התנגדות מחזיקי האג"ח לחלוקת דיבידנד והורדת דירוג אג"ח ראה דיווחים מיידיים של החברה לבורסה לניירות ערך מימים 7 בינואר 2013, 31 בינואר 2013 ו- 6 בפברואר 2013.

הצטברות האירועים והנסיבות, בצירוף המצוקה התזרימית אליה נקלעה אלביט הדמיה כתוצאה מהיקפי החוב שעמדו לפירעון בשנת 2013, הובילו לכך שבראייה כוללת, המביאה בחשבון את מכלול האינטרסים של החברה ושל נושיה, התחייב פתרון כולל וארוך טווח, המטפל באופן מבני במצבת חובותיה של החברה, וזאת בשים לב לאופי פעילותה.

נוכח מצב הדברים דלעיל, בצירוף העובדה כי בהתאם ללוח הסילוקין של אגרות החוב (סדרה א' וסדרה ב') של החברה, היה על החברה לשלם ביום 20 בפברואר 2013, סך כולל (קרן וריבית) של כ-82 מיליון, החליטה החברה בתחילת חודש פברואר 2013, ולמרות שבקופתה היה מצוי באותה עת סכום משמעותי, שלא לשלם למחזיקי אגרות החוב (לרבות מסדרה א' ומסדרה ב') תשלומי קרן, אך להמשיך לשלם את תשלומי הריבית. בהמשך חודש פברואר 2013, לאחר הערכת מצב נוספת שקיימה החברה, ובין היתר, לאור צורכי החברה, הדרישות הסותרות שהועלו מצד הנאמנים למחזיקי אגרות החוב גם בעניין זה ובחינת תהליך גיבוש הסדר החוב, החליטה החברה, לא לשלם תשלומים כלשהם למחזיקי אגרות החוב מכל הסדרות (לרבות תשלומי ריבית).

להודעה מפורטת של החברה בעניין דחיית תשלום קרן וריבית בגין אג"ח ראה דיווחים מיידיים לבורסה לניירות ערך מימים 5 בפברואר 2013, 6 בפברואר 2013 ו- 19 בפברואר 2013.

ביום 21 בפברואר 2013, הגישו הנאמנים למחזיקי אגרות החוב בשש מתוך שמונה סדרות אגרות החוב (סדרות ג'-ז' ו-1), בקשה למינוי מומחה לבחינת הסדר חוב בהתאם לסעיף 350 לחוק החברות, וביום 11 במרץ 2013, ניתנה החלטה המורה על מינוי של רו"ח רוני אלרואי כמומחה לעניין הסדר החוב המוצע לפי סעיף 350 לחוק החברות.

ביום 3 באפריל 2013, וחרף מאמצי ההידברות של החברה עם נציגי סדרה ב', הוגשו בקשת פירוק נגד החברה, בצירוף בקשה למינוי מפרק זמני, על-ידי משמרת, אשר משמשת כנאמן לאגרות החוב (סדרה ב'), במסגרתה התבקש מינוי מפרק זמני לחברה. ביום 7 במאי 2013, הוגשה מטעם משמרת בקשה למחיקת הבקשה למינוי מפרק זמני.

לפירוט בדבר בקשות הפירוק ומפרק זמני ראה דיווחים מיידיים של החברה מימים 4 באפריל 2013 ו- 8 במאי 2013.

ביום 22 באפריל 2013, הודיע נאמן אג"ח א', כי מחזיקי אגרות החוב מסדרה א' החליטו לפעול בשיתוף עם הנציגות המשותפת למחזיקי אגרות החוב (סדרות ג'-ז' וסדרה 1) ועם יתר מחזיקי אגרות החוב של החברה, אל מול החברה ובעלי השליטה בה, לצורך קידום וגביש הסדר חוב מוסכם.

ביום 8 במאי 2013, הוגשה על ידי החברה בקשה לכינוס אסיפות נושים בלתי מובטחים לצורך אישור הסדר לפי סעיף 350 לחוק החברות, ולפיו חובות החברה הבלתי מובטחים, וחובותיה המובטחים, יהיו כדלקמן:

המרת חוב לא מובטח להון ולחוב חדש; כנגד החוב הפיננסי הבלתי מובטח של החברה, בסך של כ-2.5 מיליארד ש"ח, יוקצו לנושים הפיננסיים הבלתי מובטחים; (א) 86% ממניות החברה בדילול מלא ו- (ב) אגרות חוב חדשות בהיקף של 300 מיליון ש"ח צמודות למדד וישאו ריבית בשיעור שנתי של 8%, אשר תשולם באופן שוטף בתשלומים חצי-שנתיים. קרן אגרות החוב החדשות תעמוד לפירעון בתשלום אחד, בתום 5 שנים. אגרות החוב החדשות תובטחנה בשעבוד שלילי על נכסי החברה (לא כולל חברות בנות). כמו כן, נקבע כי במידה והחברה תנפיק אגרות חוב נוספות, תשמש התמורה נטו מההנפקה לפירעון מוקדם של אגרות החוב החדשות. כמו כן, החברה תהא רשאית לפרוע בפירעון מוקדם את אגרות החוב בכל עת, ללא קנס פירעון מוקדם.

המניות ואגרות החוב החדשות יוקצו לכל הנושים הפיננסיים הבלתי מובטחים, באופן יחסי ליתרת החוב הכוללת שלהם, ויירשמו למסחר בבורסה בת"א ובנאסד"ק. אגרות החוב החדשות ירשמו למסחר בבורסה בת"א בלבד.

חוב מובטח; תנאי החוב המובטח של החברה לבנק הפועלים, והבטוחות שניתנו לבנק הפועלים להבטחת פירעונו, ייוותרו ללא שינוי ובהתאם לתנאי הסכמי ההלוואה וכתבי ההתחייבות הקיימים בין החברה לבין בנק הפועלים.

ליתר סעיפי ההסדר ראה דיווח מיידי של החברה לבורסה לניירות ערך מיום 9 במאי 2013.

ביום 19 במאי 2013, דחה בית המשפט את החלטתו בבקשה לכינוס אסיפות ולאישור ההסדר, עד לקבלת חוות דעת מומחה שמונה על ידי בית המשפט בעניין. ביום 6 ביוני 2013, הוגשה חוות דעת המומחה לבית המשפט ונכון לביצוע חוות דעת זו, טרם ניתנה החלטה בבקשת החברה.

לפירוט החלטת ביהמ"ש וחוות דעת מומחה שהוגשה ראה דיווח מיידי של החברה לבורסה לניירות ערך מימים 19 במאי 2013 ו- 6 ביוני 2013.

ביום 6 ליוני 2013, הודיעה החברה כי קיבלה מכתב מבנק הפועלים המעמיד את האשראים שהועמדו על ידי הבנק לחברה בהיקף של כ- 64 מיליון דולר לפירעון מיידי. במסגרת אותה הודעה, הודיע הבנק לחברה כי קיזז פיקדון בסך של כ- 8 מיליון דולר כנגד יתרת האשראי. כמו כן הודיע הבנק לחברה כי במידה ולא יפרע האשראי בתוך שבעה ימים ממועד ההודעה, הבנק יהא זכאי לנקוט בכל האמצעים המשפטיים העומדים לרשותו לגביית סכום החוב לרבות מימוש הבטוחות הקיימות. לטובת אשראים אלו משועבדות לבנק הפועלים כ- 29% ממניות פלאזה סנטרס, הלוואה שהעמידה פארק פלאזה לחברה בסך של 9.4 מיליון אירו וכן הפיקדון בסך 8 מיליון דולר שקוזז כנגד יתרת הלוואה. **לפירוט נוסף בדבר הודעת הבנק ראה דיווח מיידי של החברה מיום 6 ביוני 2013.**

נדגיש שוב, כי נמסר לנו ע"י החברה כי בכוונתה לנסות להגיע להסדר עם בנק הפועלים על פירעון החוב. עבודה זו אינה עוסקת ואינה תקפה במקרה שלא יושג הסדר והחברה תאבד כ- 29% ממניות פלאזה סנטרס כמתואר לעיל.

ברצוננו להבהיר, כי בעבודה זו לא הובאו בחשבון השלכות אפשריות של הסדר החוב על מבנה ההון של החברה. חוות דעת זו דנה בפוטנציאל שווי כלכלי כפי שנובע מנכסי החברה המוחזקים על ידה כיום בלבד (כולל פוטנציאל הרווח היזמי מנכסים אלו ומבלי לקחת בחשבון את שווי הפלטפורמה היזמית העתידית של החברה) ואין אנו מחוויים דעה לגבי שווי החוב הפיננסי של החברה. לצרכי חוות דעת זו נתבקשנו להניח על ידי הנהלת החברה כי שווי סך חובות אלביט הדמיה לבעלי אגרות החוב ולבנקים (בנק הפועלים ובנק לאומי) עומד על כ- 2,683 מיליון ש"ח, בהתאם לערך המתואם ("פארי") של חובות אלו. נתון זה לא נבדק על ידינו, אין אנו מחוויים דעה לגבי סבירותו ואין הוא משקף בהכרח שווי כלכלי אמיתי של חובות החברה.

1.4. פעילות החברה בראיה עתידית

החברה צופה כי תמשיך בפעילותה הרגילה לאחר הליך ההסדר תוך המשך ייזום פיתוח והשבחה של הפרויקטים הקיימים, הן בפלאזה סנטרס והן בפעילות המגורים בהודו. כמו כן, בכוונת החברה לנצל את הפלטפורמה היזמית ואת הניסיון והקשרים בשוק הנדל"ן הבינלאומי על מנת ליזום פרויקטים חדשים בתחומי הנדל"ן השונים לרבות, בתחום הנדל"ן המניב במערב אירופה ובארה"ב. לצרכי עבודה זו, פעילותה היזמית העתידית של החברה לא נלקחה בחשבון ומנגד, לא נלקחו בחשבון עלויות בגין פעילות יזמית נוספת זאת שחלקן קיימות כיום.

1.5. מקורות המידע

בביצוע העבודה הסתמכנו, בין היתר, על מקורות מידע הבאים:

- דוחות כספיים מבוקרים וסקורים של החברה לשנת 2012 ולרבעון הראשון של שנת 2013.
- דוחות כספיים מבוקרים וסקורים של פלאזה סנטרס לשנת 2012.
- הערכות שמאות לחלק מנכסי נדל"ן עיקריים המוחזקים על ידי החברה ועל ידי פלאזה סנטרס.
- חוות דעת מומחה מטעם ביהמ"ש לבחינת הסדר חוב בחברה, אשר הוכנה ע"י רו"ח רוני אלרואי מיום 5 ביוני 2013.
- חוות הדעת של פרופ' אמיר ברנע בעניין שווי נכסי אלביט הדמיה בחלופת פירוק מיום 3 ביוני 2013.
- מצגת החברה שפורסמה בדיווח מיידי של החברה מיום 17 במרץ 2013.
- בקשת החברה שהוגשה לביהמ"ש לכינוס אסיפות של הנושים הבלתי מובטחים ושל בעלי המניות של החברה לצורך אישור הסדר לפי סעיף 350 לחוק החברות, מיום 8 במאי 2013.
- דיווחים מיידיים לבורסה לניירות ערך.
- דוחות ניהוליים פנימיים של החברה.
- שיחות עם הנהלת החברה.
- הערכות ואומדנים מהותיים שנמסרו ע"י הנהלת החברה.

1.6. תמצית חוות הדעת

במסגרת העבודה נאמד פוטנציאל השווי הכלכלי של האחזקות הנוכחיות של החברה, כאשר סכמת שווים המוערך של האחזקות כאמור בוצעה לפי שיטת השווי הנכסי הנקי (NAV - Net Asset Value), שמקובלת להערכת חברות כמו אלביט הדמיה.

בשים לב, כי החברה מצויה כיום בתהליכי הסדר חוב עם בעלי אגרות החוב והבנקים, אין לראות בעבודה זו הערכת שווי רגילה, אלא כאמור אומדן פוטנציאל שווי הוגן בהנחת פעילות שוטפת של החברה לאחר ביצוע הסדר שיאפשר מבנה הון ויחסי הון מתאימים לחברה בעלת פעילות יזמית בהסתכלות ארוכת טווח.

בהתאם להנחות ולאומדנים כמפורטים לעיל להלן בעבודה זו, פוטנציאל שווי נכסי נקי (NAV) של הנכסים הקיימים של החברה תחת תרחיש של המשך פעילות החברה בטווח הארוך מוערך בכ- 137 - 216 מיליון ש"ח. להלן טבלה המרכזת את מרכיבי ה- NAV של החברה בגין הפרויקטים הקיימים שלה:

סיכום אומדן פוטנציאל שווי אלביט הדמיה בגישת ה- NAV			
באלפי ש"ח	ראה הערה	טווח האומדן	
אומדן פוטנציאל שווי האחזקות במניות פלאזה סנטרס	א'	1,361,103 - 1,429,974	
אומדן פוטנציאל שווי פעילות בהודו	ב'	165,719 - 166,561	
אומדן פוטנציאל שווי חטיבת המלונות	ג'	723,027 - 723,027	
אומדן פוטנציאל שווי מניות אלביט מדיקל	ד'	365,072 - 374,895	
מזומן		197,429 - 197,429	
נכסים אחרים		50,000 - 50,000	
הוצאות מטה	ה'	(30,135) - (30,135)	
חבות מס	ו'	(13,077) - (13,077)	
שווי פעילות אלביט הדמיה בגישת ה- NAV		2,819,141 - 2,898,675	
חוב פיננסי נוכחי:			
אגרות חוב	ז'	(2,424,137) - (2,424,137)	
בנק פועלים		(211,797) - (211,797)	
בנק לאומי		(46,705) - (46,705)	
שווי הון המניות של אלביט הדמיה בגישת ה- NAV		136,502 - 216,036	

הערות:

- לפירוט אודות אומדן פוטנציאל שווי האחזקות בפלאזה סנטרס ראה פרק 5 להלן.
 - לפירוט אודות אומדן פוטנציאל שווי הפרויקטים בהודו ראה פרק 6 להלן.
 - לפירוט אודות אומדן פוטנציאל שווי חטיבת המלונות ראה פרק 7 להלן.
 - לפירוט אודות אומדן פוטנציאל שווי אחזקות באלביט מדיקל ראה פרק 8 להלן.
 - הוצאות מטה** - עלות הניהול באלביט הדמיה מייצגת את סך ההוצאה הנדרשת לשם פיתוח וניהול עסקיה בהיקפם הנוכחי, אשר נגזרת מתחזית הוצאות ההנהלה וכלליות של החברה לשנת 2013 (תוך הבאה בחשבון רק חלק מהוצאות המטה הנדרשות לפעילות בהיקף הנוכחי).
- כמו כן, לא נכללו הוצאות הקשורות בהיות החברה וחברות בנות ציבוריות ומדווחות במספר בורסות לניירות ערך.
- חבות מס** - על פי הערכות החברה, היקף ההפרשה בדוחות הכספיים בסך של כ- 13 מיליון ש"ח הינה מספקת. בשים לב כי החברה נמצאת למועד זה בדיוני שומות מול מס הכנסה. כמו כן, אין בהפרשה הנוכחית התייחסות לסוגיות המס העלולות לנבוע מהסדר החוב, כאמור.

בהתאם לאמור לעיל, תוצאות חוות דעת זו כפופות לעדכון יתרת חבות המס שתבוצע לאחר הגעת החברה להסדר זה או אחר מול רשויות המס.

- חוב פיננסי** - לעניין יתרת החוב הפיננסי ראה התייחסותנו בסעיף 1.3 לעיל.

1.7. שווי הפלטפורמה היזמית

בהתאם להנחת פעילות החברה בראיה עתידית (כמפורט בסעיף 1.3 לעיל), הרי שלהערכת הנהלת החברה סביר להניח כי בתום ובמקביל לניצול פוטנציאל של הפרויקטים הקיימים, תמשיך החברה לפעול בתחום ייזום הפרויקטים, אשר יניבו לה רווחים עתידיים. לצורכי חוות דעת זו, שווי הפעילות העתידית לא נלקח בחשבון ובמקביל לא נלקחו בחשבון שווי עלויות הניהול הנדרשות להשגת פעילות זו. יחד עם זאת ראוי לציין כי לחברה, קיימת יכולת מוכחת בתחומי פעילות הנדל"ן וכן ניסיון רב וקשרים רבים אשר הציפו ערך משמעותי מהפרויקטים שיזמה ופיתחה במזרח ובמערב אירופה ואשר עלו על עלויות הניהול שנדרשו להשגת פעילות זו.

חברות יזמיות בתחום הנדל"ן שמציגות הצלחות מוכחות בתחום פעילותן נסחרות בראייה ארוכת טווח במחיר אשר משקף פרמיה מעל השווי הנכסי הכלכלי (כפי שבא לידי ביטוי ב- NAV של החברה). פרמיה סבירה יכולה להיות בטווח של כ- 5% - 15% מעל השווי הנכסי.

בעניין זה יצוין, כי טרם משבר הנזילות, החברה נסחרה לאורך תקופה ארוכה בפרמיה משמעותית מעל השווי הנכסי הנקי שלה. הפרמיה זו מיוחסת לאופי הפעילות היזמי של החברה וכן לפוטנציאל קרקעות שלא מתומחר במלואו במאזן החברה. בשל החשש מזה תקופה לאיתנות הפיננסית של החברה, כפי שבא לידי ביטוי בדוחות החברה וגם בהודעות החברה מהחודשים האחרונים אין שווי השוק של החברה כיום מייצג את פוטנציאל השווי המלא של החברה בראייה ארוכת טווח.

2. הגבלת אחריות

מטרת עבודה זו הינה לחוות דעת לגבי פוטנציאל שווי אלביט הדמיה בהתאם להנחות כמפורט בסעיף 1.1 לעיל. המידע הכלול בעבודה זו אינו כולל את כל המידע אותו ידרוש משקיע או שותף פוטנציאלי ותוצאות עבודה זו אינן מיועדות לקבוע שווי הוגן לחברה, מכיוון שהשיקולים בקביעת השווי עשויים להיות מושפעים מגורמים נוספים אשר לא הובאו בחשבון בעבודה זו.

לצורך עבודה זו הונח, כי מימוש עתידי של נכסי הנדל"ן המוחזקים על ידי החברה והחברות הבנות ו/או מוחזקות על ידה יבוצע בהתאם לערכי השמאות שלהם לרבות שווי במצב השלמה של פרויקטים בפיתוח שתקופת בנייתם צפויה להתמשך על פני שנים אחדות. ברצוננו לציין, כי לא נבדקה על ידינו סבירותן של הערכות השמאות ו/או סבירות מימוש עתידי צפוי ע"י ערכי השמאות שהוכנו ע"י שמאים חיצוניים. הונח כי מדובר בהערכות סבירות ומקובלות על הנהלות החברות אלביט הדמיה ופלאזה סנטרס נכון למועד ביצוע העבודה.

לא נבדקה על ידינו תאימות ו/או סגירות של תחשיבים שהועברו על ידי הנהלת החברה לדוחות הכספיים ו/או לכל מידע פיננסי ותפעולי אחר של החברה.

עבודה זו מיועדת להנהלת החברה ולמועצת המנהלים שלה. אין לעשות בעבודה זו כל שימוש אחר, לרבות לצטטה בתשקיף ו/או בכל מסמך אחר, ללא קבלת אישור בכתב ומראש מהמערך - פאהן קנה יועצים בע"מ. אולם, אנו מאשרים לחברה לפרסם מסמך זה לציבור במסגרת דיווח מיידי בהקשר להסדר החוב מול בעלי אגרות החוב וכן בצירוף המסמך לבקשות שתגיש החברה לבית המשפט הנכבד בקשר עם הסדר החוב.

עבודה זו מתבססת, בין היתר, על מידע ניהולי פנימי, אומדנים, נתונים כספיים, הערכות הנהלה ומידע אחר שנתקבל מהנהלת החברה והחברות הבנות והמוחזקות על ידה ואשר נכונים למועד מסירת אותו מידע. האחריות לגבי אמינות וסבירות המידע, הנתונים, המצגים וההסברים השונים שנמסרו לנו, בקשר עם ביצוע עבודתנו זו, הינה על ספקי מידע זה, ואין אנו יכולים לאשר את דייקנותם, שלמותם, סבירותם והגינותם של הנתונים. בעבודתנו פעלנו תחת הנחת הסתמכות על מקורות מידע אלו מבלי שביצענו פעולות בדיקת סבירות, ביקורת או סקירה ולא ערכנו בדיקה או בחינה עצמאית בלתי תלויה של המידע שקיבלנו. יודגש כי עבודה זו אינה כוללת הערכת שווי אלא פוטנציאל שווי (בהתאם להנחות כמפורט בסעיף 1.1 לעיל). כמו כן, עבודה זו אינה כוללת בדיקת נאותות (Due-Diligence) ואינה כוללת בדיקה ואימות של הנתונים האמורים. לפיכך עבודתנו לא תיחשב ולא תהייה אישור לנכונותם, שלמותם ודיקתם של הנתונים שהועברו אלינו ואיננו מחוויים כל דעה אודות נאותות הנתונים אשר נמסרו לנו ואשר שימשו בעבודתנו.

אין בעבודה זו משום ייעוץ משפטי או חוות דעת משפטית.

בשום מקרה לא נהיה אחראיים לכל הפסד, נזק, עלות או הוצאה אשר יגרמו בכל אופן ודרך ממעשי הונאה, מצג שווא, הטעייה, מסירת מידע שאינו נכון או מניעת מידע מאיתנו.

למטרת העבודה הנחנו שהנתונים שנמסרו לנו הינם סבירים, מדויקים, שלמים והוגנים, ולא בא לידיעתנו דבר העלול להצביע על חוסר סבירותם של הנתונים בהם השתמשנו. אם יתברר אחרת, תשתנה הערכתנו בהתאם. לפיכך, הננו שומרים לעצמנו את הזכות לשוב ולעדכן עבודה זו אם יובאו

בפנינו נתונים חדשים שלא הובאו בפנינו קודם למתן חוות דעתנו זו. כמו כן, אין לראות בעבודה זו משום המלצה לרכישה או מכירה של מניות ו/או אגרות החוב של החברה או של חברות בנות ומוחזקות שלה, לאור ממצאי העבודה.

עבודה זו אמורה לשקף בצורה סבירה והוגנת מצב נתון בזמן מסוים, על בסיס נתונים ידועים, תוך התייחסות להנחות יסוד ותחזיות שנאמדו על בסיס מידע קיים נכון למועד כתיבת העבודה. שינויים בהערכות אלה ו/או במשתנים העיקריים ו/או במידע עשויים לשנות את הבסיס להנחות היסוד ומשכך התוצאות בפועל עשויות להיות שונות מהותית מהתוצאות שהערכנו. יצוין כי בשל השימוש שנעשה בעבודתנו בגיליונות אלקטרוניים, ייתכנו הפרשי עיגול.

המידע המופיע בעבודתנו אינו מתיימר לכלול את כל האינפורמציה שעשוי לדרוש משקיע פוטנציאלי ו/או נוכחי ואינו מיועד להעריך את שווי החברה למשקיע אחר, היות ולמשקיעים שונים עשויים להיות מטרות ושיקולים שונים וכן שיטות בדיקה, על בסיס הנחות אחרות.

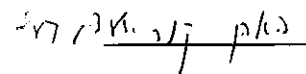
נציין, כי התקבלה התחייבות של אלביט הדמיה לשיפוי (פרט למקרה של פעילות בזדון או ברשלנות רבת) בגין כל סכום מעבר ל- 250 אלפי ש"ח אשר נחויב או נדרש לשלם לצד שלישי בקשר עם ביצוע השירותים בנוגע לעבודה, בחליף משפטי או בחליף אחר (לרבות בוררות), וכן בגין הוצאות סבירות שנוצאו או נדרש לשלם בקשר לכל תביעה, דרישה או הליכים אחרים (לרבות בוררות) שעילתם נובעת או קשורה בשירותים בנוגע לעבודה.

אנו מצהירים כי אין לנו כל עניין אישי במניות ו/או באגרות החוב של החברה ו/או חברות המוחזקות על ידה ועל העדר תלות בחברה ו/או חברות המוחזקות על ידה. כמו כן, אנו מצהירים כי שכר טרחתנו אינו מותנה בתוצאות העבודה.

על הקורא לעיין בכל ההנחות אשר הונחו במהלך העבודה.

בכבוד רב,

פאהן קנה יועצים בע"מ



17 ביוני 2013

3. נתונים פיננסיים עיקריים

3.1. מאזן

להלן נתוני המאזן של חברת אלביט הדמיה, לימים 31 במרץ 2013, 31 בדצמבר 2012 ו- 31 בדצמבר 2011 (באלפי ש"ח):

ELBIT IMAGING LTD. CONSOLIDATED BALANCE SHEETS	Q1/2013	2012	2011
Current Assets			
Cash and cash equivalents	398,855	528,251	602,292
Short-term deposits and investments	259,908	321,898	409,338
Trade accounts receivables	46,526	44,788	72,049
Other receivables	112,263	117,032	101,566
Prepayments and other assets	60,583	67,436	262,861
Inventories	21,264	13,775	48,043
Trading property	3,255,770	3,379,221	4,556,616
	4,155,169	4,472,401	6,052,765
Non-Current Assets			
Deposits, loans and other long-term balances	49,550	57,005	380,077
Investments in associates	847,772	901,790	10,556
Property, plant and equipment	1,124,174	1,180,977	1,167,646
Investment property	67,535	71,293	2,672,571
Other assets and deferred expenses	11,781	12,467	13,037
Intangible assets	44,354	46,718	74,415
	2,145,166	2,270,250	4,318,302
total assets	6,300,335	6,742,651	10,371,067
Current Liabilities			
Short-term credits	3,231,893	1,195,063	1,079,736
Borrowings relating to trading property	879,754	925,357	1,124,031
Suppliers and service providers	56,192	70,494	219,229
Payables and other credit balances	175,278	132,588	261,744
Other liabilities	93,035	95,070	160,085
	4,436,152	2,418,572	2,844,825
Non-Current Liabilities			
Borrowings	590,989	2,796,337	5,650,170
Other financial liabilities	-	11,250	215,752
Other liabilities	14,039	14,155	12,808
Deferred taxes	104,930	113,225	108,642
	709,958	2,934,967	5,987,372
Commitments, Contingencies, Liens and Collaterals			
Shareholders' Equity			
Attributable to equity holders of the Company	107,339	288,632	359,630
Non controlling interest	1,046,886	1,100,480	1,179,240
	1,154,225	1,389,112	1,538,870
total equity and liabilities	6,300,335	6,742,651	10,371,067

להלן נתוני המאזן של חברת פלאזה סנטרס, לימים 31 בדצמבר 2012 ו- 31 בדצמבר 2011 (באלפי אירו):

PLAZA CENTERS N.V.		
CONSOLIDATED STATEMENT OF FINANCIAL POSITION IN THOUSANDS	2012	2011
Assets		
Cash and cash equivalents	64,440	58,261
Restricted bank deposits	25,518	21,428
Short-term deposits	-	3,102
Available for sale financial assets	11,714	25,568
Trade receivables	4,687	5,432
Other receivables and prepayments	46,749	46,030
Trading properties	780,963	850,229
Total current assets	934,071	1,010,050
Long term deposits and other investments	-	51,330
Deferred tax assets	-	316
Property and equipment	8,109	9,026
Investment property	14,489	272,348
Restricted bank deposits	978	4,961
Other non-current assets	358	495
Total non-current assets	23,934	338,476
Total assets	958,005	1,348,526
Liabilities and shareholders' equity		
Interest bearing loans from banks	264,296	296,235
Debentures at fair value through profit or loss	34,966	32,930
Debentures at amortized cost	34,184	22,831
Trade payables	8,748	27,329
Related parties	511	2,228
Derivatives	3,320	-
Provisions	15,597	15,597
Other liabilities	14,094	27,464
Total current liabilities	375,716	424,614
Interest bearing loans from banks	5,773	152,387
Debentures at fair value through profit or loss	81,181	110,320
Debentures at amortized cost	39,010	86,052
Other liabilities	232	5,757
Derivatives	-	3,561
Deferred tax liabilities	6,947	15,673
Total non-current liabilities	133,143	373,750
Share capital	2,972	2,972
Translation reserve	(26,359)	(10,672)
Capital reserve due to transaction with Non-controlling interests	(20,706)	(19,342)
Other reserves	35,262	31,954
Share premium	261,773	261,773
Retained earnings	189,274	275,437
Total equity attributable to equity holders of the Company	442,216	542,122
Non-controlling interests	6,930	8,040
Total equity	449,146	550,162
Total equity and liabilities	958,005	1,348,526

3.2. דוחות רווח והפסד

להלן נתוני רווח והפסד של חברת אלביט הדמיה, לימים 31 במרץ 2013, 31 בדצמבר 2012 ו- 31 בדצמבר 2011 (באלפי ש"ח):

ELBIT IMAGING LTD.			
CONSOLIDATED STATEMENTS OF INCOME	Q1/2013	2012	2011
Revenues and gains			
Commercial centers	36,715	214,778	115,270
Hotels operations and management	47,668	206,746	286,548
Sale of fashion merchandise and other	29,210	144,141	185,082
Total revenues	113,593	565,665	586,900
Gain from changes of shareholding in investees	-	9,369	-
Gain from sale of real estate assets	-	53,875	-
Total revenues and gains	113,593	628,909	586,900
Expenses and losses			
Commercial centers	30,041	213,367	159,626
Hotels operations and management	45,099	186,760	240,784
Cost of fashion merchandise and other	29,701	154,220	211,743
General and administrative expenses	15,352	48,886	61,857
Share in losses of associates, net	33,273	102,127	7,568
Financial expenses	68,382	209,104	164,001
Write-down, charges and other expenses, net	5,915	302,095	309,885
Total Expenses and losses	227,763	1,216,559	1,155,464
Loss before income taxes	(114,170)	(587,650)	(568,564)
Income tax expenses (tax benefit)	(5,205)	(10,248)	63,283
Loss from continuing operations	(108,965)	(577,402)	(631,847)
Profit from discontinued operations, net	(4,211)	94,823	24,101
Profit (loss) for the year	(113,176)	(482,579)	(607,746)

להלן נתוני רווח והפסד של חברת פלאזה סנטרס, לימים 31 בדצמבר 2012 ו- 31 בדצמבר 2011 (באלפי אירו):

PLAZA CENTERS N.V.		
CONSOLIDATED INCOME STATEMENT IN THOUSANDS EUR	2012	2011
Continuing operations		
Revenues	41,593	23,462
Write-down of trading properties	(78,833)	(47,987)
Cost of operations	(20,385)	(14,849)
Gross loss	(57,625)	(39,374)
Administrative expenses	(16,848)	(18,856)
Other income	2,763	169
Other expenses	(1,122)	(1,783)
Results from operating activities	(72,832)	(59,844)
Finance income	20,515	103,018
Finance costs	(37,055)	(29,032)
Net finance income (costs)	(16,540)	73,986
Share in loss of equity-accounted investees	(68)	(153)
Profit (loss) before income tax	(89,440)	13,989
Tax benefit (expense)	5,463	(12,910)
Profit (loss) from continuing operations	(83,977)	1,079
Discontinued operation		
Profit (loss) from discontinued operation, net of tax	(1,950)	12,785
Profit (loss) for the year	(85,927)	13,864

4. מתודולוגיה

4.1 סקירת שיטות עיקריות להערכת השווי

קיימות מספר גישות/שיטות אנליטיות להערכת שווי כלכלי אשר עשויות להניב תוצאות שונות. לכל אחת מהשיטות יתרונות וחסרונות. בחירת שיטה מתאימה קשורה לאופי הנכס המוערך, למטרות ההערכה וכן לגורמים נוספים אחרים. להלן יפורטו שלוש גישות עיקריות להערכת שווי כלכלי:

גישת ההכנסות (Income Approach)

על פי גישת ההכנסות, שווי של נכס נגזר מערכם הנוכחי של זרמי המזומנים אשר צפויים לנבוע ממנו לאורך יתרת חייו הכלכליים. ביישום גישה זו, יש לאמוד תחילה את תזרימי המזומנים אשר הנכס צפוי לייצר בעתיד, כלומר אמידה של התקבולים והתשלומים העתידיים, בהתבסס, בין היתר, על ניתוח מידע פיננסי ותפעולי.

בשלב השני יש להביא את תזרימי המזומנים העתידיים לערכים נוכחיים על ידי היוונום למועד הערכת השווי (Discounted Cash Flow, או בקיצור: DCF). תהליך היוון תזרימי המזומנים עושה שימוש בשיעור תשואה, אשר אמור לשקף את ערך הזמן של הכסף ואת הסיכון העסקי. השווי ההוגן הינו למעשה הערך הנוכחי של תזרימי המזומנים העתידיים ובכלל זה ערך הגרט, באם קיים, בסוף תקופת התחזית.

יתרונה העיקרי של השיטה נובע מהתאמתה לנכס הספציפי וההתייחסותה לגורמים ייחודיים בנכס נשוא ההערכה. חסרונותיה של השיטה טמונים בקושי לחזות את תזרימי המזומנים העתידיים ובכלל זה את ערך הגרט, באם קיים, בסוף תקופת התחזית.

כפי שמפורט בסעיף 4.2 להלן, בית המשפט העליון רואה בגישת היוון תזרימי המזומנים (DCF) כגישה המתאימה ביותר להערכת שווי כלכלי פנימי של הנכס.

גישת השווי הנכסי (NAV - Net Asset Value)

בגישת השווי הנכסי יש להעריך את שווי הנכס הראשי עפ"י ערכם הכלכלי של הנכסים וההתחייבויות המרכיבים אותו.

לצורך ביצוע הערכת השווי עפ"י גישה זו, יש לקחת את יתרת הנכסים וההתחייבויות המרכיבים את הישות המוערכת ולבצע אומדן לערכם הכלכלי. כלומר, בשונה מ"השווי בספרים", הערך "הנכסי" מתייחס לערכי המימוש נטו (Exit Value) של הנכסים וההתחייבויות. ההפרש בין הערך הכלכלי של הנכסים וההתחייבויות אמור לבטא את הערך הכלכלי של הישות המוערכת.

גישת השוק/המכפיל (Market Approach)

בגישה זו מוערכת הישות על בסיס השוואה בינה לבין נתוני ישויות דומות וזאת על בסיס ההנחה שחברות באותו ענף מאופיינות במכפילים וביחסים פיננסיים דומים.

ההשוואה נעשית על בסיס היחס המחושב בין שווי השוק או שווי הפעילות של הנכס המוערך לבין מדד נבחר של ביצוע, בדרך כלל מדד חשבונאי. יחס זה נקרא "מכפיל". גישות המתבססות על מכפילים השוואתיים מניחות, כי ניתן להעריך את השווי לבעלי המניות, על בסיס מכפלה של מספר מסוים, הזוהה לחברות בעלות מאפיינים דומים בפרמטרים הייחודיים לחברה המוערכת. במקרה זה נבדקים הפרמטרים הייחודיים לחברה הנבחת כגון היקף המכירות שלה, הרווח הנקי, ההון העצמי וכדומה. דוגמאות ל"מכפילים" הינם: מכפיל מכירות, מכפיל רווח תפעולי, מכפיל EBITDA, מכפיל הון עצמי ומכפיל רווח נקי.

4.2. הגישה המקובלת עפ"י פסיקת ביהמ"ש העליון

עפ"י פסיקה עדכנית של בתי המשפט בישראל, ככלל, הדרך הנכונה יותר לקביעת שווי של חברה הינה באמצעות גישת ההכנסות/היוון תזרימי המזומנים (DCF) ולא התבססות על שווי השוק של החברה. בהקשר זה יש לציין את פסיקת ביהמ"ש העליון במסגרת רע"א קיטאל החזקות ופתוח בינלאומי בע"מ ואח' נ' שאול ממון ואח'.

בהתאם לאמור בפסק הדין (ההדגשות אינן במקור):

"במרבית המקרים אין להסתמך על שווי השוק לצורך הערכת שווי המניות במסגרת בקשה לסעד הערכה על פי סעיף 338 לחוק החברות. נקבע כי עקרונות הערכת שווי המניות שינחו את בית המשפט במסגרת בקשה לסעד הערכה יהיו **העקרונות המקובלים בתורת המימון וכי השיטה שיש להעדיפה כעולה בקנה אחד עם עקרונות אלו היא שיטת ה- DCF (Discounted Cash Flow) המעריכה את שווי החברה על פי תזרימים המזומנים המהווים של נכסיה הנוכחיים ושל הזדמנויות ההשקעה העתידיות שלה**".

"בית המשפט המחוזי קבע כי **שווי השוק של המניה אינו מדד לקביעת שווי ההון**. הוסבר, כי מחיר השוק אינו משקף תמיד את שווי הריאלי של המניה, והוא מושפע מגורמים ונתונים שונים."

"אם הייתה מערכת המשפט מונחית אך ורק על פי מחירי השוק של החברה, כי אז, היא הייתה מספקת כלי בידיהם של בעלי השליטה על מנת לעשוק את המיעוט: אלה היו יכולים לנצל תנודות זמניות כלפי מטה במחירי השוק של המניות, על מנת "לרכוש החוצה" את המיעוט במחירים מוזלים".

"בבוא בית המשפט להעניק לניצע סעד הערכה לקביעת השווי ההון של מניות שנרכשו ממנו בהצעת רכש מלאה, ערכן של המניות ייבחן על-פי **השווי הפנימי של החברה כעסק חי**, וזאת בהתאם לשיטת DCF, המעריכה את שווי החברה על-פי רווחיה (הכנסות, תזרימי מזומנים או דיבידנדים) כפי שהם צפויים בעתיד, מהווים לערכם הנוכחי".

"השיטה שהועדפה בעניין עצמון, בדעת רוב, הינה שיטת ה- DCF. שיטה זו עולה בקנה אחד עם תכלית סעד ההערכה ככלי להגנת בעלי מניות המיעוט בד בבד עם קידום עסקאות רכש יעילות. שיטה זו עולה בקנה אחד עם כל שלושת העקרונות שצוינו לעיל, ובראש ובראשונה עם שני העקרונות המרכזיים - **הערכת שווי החברה על פי שווי הפנימי וכ"עסק חי**". שיטה זו נבחרה על ידי מתקין התקנות כברירת המחדל כאשר מתעורר הצורך בהערכת חברה לקראת רכישתה [ראו: תקנה 8 לתקנות ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומידיים), התש"ל-1970 וסעיף 61 בעניין עצמון]. הבחירה בשיטה זו משקפת את המעבר משיטות הערכה שמרניות המבוססות על נתוני העבר (כגון שיטת שווי השוק, שיטת השווי הנכסי או שיטת ה-Delaware block-המשוקללת) לשיטת הערכה מודרנית הצופה פני עתיד: שיטת ה- DCF מעריכה את החברה על פי תזרימים המזומנים המהווים של נכסיה הנוכחיים, כמו גם על פי תזרימים המזומנים המהווים שהיו מייצרות הזדמנויות ההשקעה העתידיות שלה".

"הביטוי "שווי שוק" שובה לב; הנה משלמים לאדם מה ששווה החפץ שבידו בעיני הבריות, ואף בתוספת. יש אפוא "קסם הגיוני" בגישת חברנו המשנה לנשיא (בדימוס). ואולם, **הביטוי "שווי הון"**

שנקט בו המחוקק אינו זהה ל"שווי שוק"; מה מן המחוקק יהלוך, אילו סבר ששווי השוק הוא השווי ההוגן, כי יפנה לדרך זו, שהיא קלה יותר ליישום?".

4.3. בחינת שיטת הערכה המתאימה בראיית פוטנציאל פעילות החברה בטווח הארוך

בהתאם לדבריו של פרופ' אמיר ברנע בחוות הדעת בעניין שווי נכסי אלביט הדמיה בחלופת פירוק (ההדגשה אינה במקור):

"אין ביכולתי בשלב זה להשוות את נכסי החברה בפירוק, 644 מיליון ש"ח, עם שווי נכסי החברה בהפעלה כעסק חי במסגרת הסדר החוב. 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 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 נכדות) 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. החברה פועלת בשווקים הנמצאים במשבר כלכלי שמתבטא בכשל שוק הן של שוק ההון והן של שווי הנכסים ולא מאפשר מימוש בשווי ההון האמיתי 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 השוק שלא מכיר כנראה ביכולת החברה לעמוד ביעדי הפיתוח לאור מצבה הפיננסי.

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 מאוד. סוג בנכסים 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 בטווח הארוך יכול לשקם את שווי הפלטפורמה היזמית המהווה ציר מרכזי בפעילות החברה וביכולתה ליצור ערך למשקיעים ולנושים".

4.4. שיטת הערכה שנבחרה

אומדן פוטנציאל השווי הכלכלי של נכסי החברה נעשה באמצעות יישום שיטות מקובלות, כפי שמתואר בטבלה להלן:

ישות המוערכת	שיטת הערכה שיושמה
שווי אחזקות בפלאזה סנטרס	בהתבסס על הערכות שמאות שנערכו לנכסי החברה (לרבות מרווח יזמי צפוי), אשר ברחב מתבססות על היוון תזרים מזומנים עתידי הצפוי מהפרויקט
שווי אחזקות באלביט מדיקל	להערכתנו, שווי השוק של אלביט מדיקל עשוי שלא לשקף את שוויה ההוגן של החברה (הן לאור סחירות דלה והן לאור אחזקות שליטה בחברה). עם זאת, לא היו בידינו נתונים מספקים על מנת לבצע הערכה עצמאית. לפיכך, שוויה של אלביט מדיקל הוערך בהתבסס על מחיר המניה הממוצע בבורסה (בדומה למתודולוגיה שיושמה בחו"ד רוני אלרואי) תוך הבאה בחשבון שוויה ההוגן של הלוואות הבעלים שניתנה לאלביט מדיקל על ידי החברה.
שווי פרויקטים בהודו	בהתבסס על הערכות שמאות שנערכו לפרויקטים (לרבות מרווח יזמי צפוי), אשר ברחב מתבססות על היוון תזרים מזומנים עתידי הצפוי מהפרויקט
שווי חטיבת המלונות	בהתבסס על הערכות שמאות שנערכו לפרויקטים, אשר ברחב מתבססות על היוון תזרים מזומנים עתידי הצפוי מהפרויקט
נכסים אחרים (מנגו + הייטק)	לפי היתרה החשבונאית המוצגת בספרי החברה

סכמת שווים המוערך של הנכסים המוערכים בוצעה לפי שיטת השווי הנכסי הנקי ($NAV - Net$ Asset Value), שמקובלת להערכת חברות אחזקות ו/או חברות הפועלות בתחום הנדל"ן.

בהקשר זה נציין, כי חוות דעתנו של מומחה מטעם בית המשפט (רו"ח רוני אלרואי) אף היא כללה חישובי NAV לכל אחת מהחטיבות השונות של החברה. יחד עם זאת מציין רו"ח אלרואי בחוות דעתו (סעיף 12.1) כדלקמן:

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

בחינת ה-NAV במסגרת עבודה זו אינה מהווה הערכת שווי, אלא אומדן פוטנציאל שווי תחת ההנחות המפורטות בסעיף 1.1 לעיל, שעיקרן המשך פעילות החברה תוך מיצוי הפוטנציאל מנכסיה והיא נערכת באמצעות יישום שיטות מקובלות כפי שמתואר לעיל. עם זאת, חוות דעת זו אינה נועדה לשמש לצורך הערכת היקף החוב שניתן להשית על החברה.

5. אומדן פוטנציאל שווי האחזקות במניות פלאזה סנטרס

5.1. תיאור פעילות פלאזה סנטרס

פלאזה סנטרס (Plaza Centers N.V) הינה חברה ציבורית הנסחרת בבורסה לניירות ערך בלונדון ובבורסה לניירות ערך בוורשה, ומוחזקת בשיעור של כ- 62.3% על ידי אלביט הדמיה.

פעילויותיה העיקריות של פלאזה סנטרס הינן כדלקמן:

א. הפעלת שבעה קניונים פעילים אשר הוקמו על ידה במספר מדינות:

- 3 קניונים בפולין: Torun Plaza, Suwalki Plaza ו- Zgorzelec Plaza.
- קניון בצ'כיה Liberec Plaza.
- קניון בסרביה Kragujevac Plaza.
- קניון בלטביה Riga Plaza (50% החזקה).
- קניון בהודו Koregaon Park Plaza.

ב. **פעילות השקעה בנכסים מניבים בארה"ב (יחד עם אלביט הדמיה)** - במסגרת פעילות זו, לאחר ביצוע פעולות השבחה תפעוליות ופיננסיות אשר שיפרו באופן ניכר את תוצאות פעילות הנכסים, הושלמה במהלך חודש יוני 2012 עסקת מכירת פורטפוליו של 47 מתוך 49 נכסים שבבעלות החברה, לחברה משותפת ל- Blackstone Real Estate ו- DDR Corp במחיר 1.43 מיליארד דולר. במהלך חודש יולי 2012 נמכרו 2 המרכזים המסחריים הנוספים אשר נותרו בבעלות החברה, במחיר של כ-42 מיליון דולר (כאשר החוב המיוחס להם הסתכם לסך של כ- 14 מיליון דולר).

גם לאחר מימוש כל פעילות הנכסים המניבים כאמור לעיל, בכוונת החברה להמשיך ולבצע פעילויות של רכישה, השבחה ומימוש של נדל"ן מניב באמצעות הפלטפורמה הקיימת, תוך הקמת קרן להשקעות בנדל"ן מניב שבה החברה (יחד עם השותף שלה), תהא הגוף המנהל. שווי פעילות זו לא נלקחה בחשבון במסגרת חישובי ה- NAV בעבודה זו.

ג. **פעילות ייזום פרויקטים למגורים בהודו (יחד עם אלביט הדמיה)** - המתבצעת במסגרת חברת Elbit Plaza India Real Estate Holdings Ltd. (להלן: "אלביט פלאזה הודו"). חברת אלביט פלאזה הודו מקדמת שני פרויקטים עיקריים, כדלקמן:

- **פרויקט בנגלור - פרויקט מגורים המתוכנן להבנות על חטיבת קרקע בהיקף של כ- 660 דונם.** בשלב ראשון, מתוכננת לקום שכונת מגורים יוקרתית שתכלול למעלה מ- 1,000 יחידות צמודי קרקע מסוגים שונים. כמו כן, עפ"י הסכם מסגרת עם שותף המקומי, העניקה אלביט פלאזה הודו זכות לשותף מקומי לפתח את פרויקט המגורים (תחת פיקוחה), ובתמורה תהנה החברה מ- 70% מהתזרים הנקי (לפני מס) החל מהיום הראשון לשיווק עד להגעה לשיעור תשואה פנימית (IRR) של 20% על סך השקעתה עד כה. תחילת שיווק יחידות המגורים בפרויקט מתוכננת במהלך שנת 2013.

• **פרויקט צ'נאיי (אלביט פלאזה הודו 80% ושותף מקומי 20%)** - בפרויקט המגורים בעיר צ'נאיי הצליחה אלביט פלאזה הודו לאחד ולרכוש חטיבת קרקע רציפה בשטח של כ- 360 דונם, בצמוד לפארק טכנולוגיה גדול אשר צפוי בשנים הקרובות לאכלס מעל ל- 300,000 עובדים. הקמת הפרויקט צפויה להתבצע במסגרת הסכם קומבינציה עם חברה מקומית מובילה בתחום הבנייה למגורים, אשר במסגרתו צופה אלביט פלאזה הודו לקבל חלק מתקבולי המכירה של יחידות המגורים בפרויקט. שיווק הפרויקט עתיד להתחיל במהלך שנת 2013, ובכפוף לחתימה על הסכם הקומבינציה ועמידה בלוחות הזמנים שייקבעו במסגרתו.

מרבית הנכסים המוחזקים על ידי פלאזה סנטרס מומנו מהונה העצמי ואינם משועבדים. במהלך השנים האחרונות עסקה פלאזה סנטרס בהשבחה ובגיוון של תיק נכסיה. עפ"י האסטרטגיה של פלאזה סנטרס, הקמת פרויקטים חדשים תחל רק כאשר הם עונים לשני הקריטריונים הבאים:

א. נהנים מביקוש מוגבר מצד שוכרים.

ב. מתבססים על ליווי חיצוני דורשים ודרישה להשקעת הון עצמי (אקוויטי) מינימלית.

5.2. יישום שיטת ה-NAV בהערכת שווי פלאזה סנטרס

יישום שיטת השווי הנכסי הנקי (NAV) בהערכת שווי פלאזה סנטרס בוצע בשלבים הבאים:

1. **פוטנציאל שווי נכסים פעילים ופרויקטים בתכנון וביצוע** - פוטנציאל שווים של נכסים אלו הוערך בהתבסס על הערכות שמאות חיצוניות (לא נבדקה סבירותן של הערכות שמאות אלו), תוך ביצוע מספר התאמות (בהתבסס על נתונים ושיחות שקיימנו עם הנהלת החברה), כדלקמן:

• **הוספת מרווח יזמי בגין הפרויקטים בפיתוח** – נמסר לנו, כי פעילותה הנוכחית של פלאזה סנטרס מורכבת מנכסים מניבים וכן ממלאי קרקעות עליהן מתכננת החברה ליזום ולפתח פרויקטים בייעודים שונים בשנים הקרובות. משמעות הדבר היא כי בנוסף על פעילותה בתחום המניב, החברה מעריכה כי תוכל ליהנות מהרווח היזמי הצפוי בפרויקטים אלו.

שווי מרווח היזמות של פלאזה סנטרס טומן בחובו את המוניטין שנצבר למנהלי החברה במסגרת פעילותם בשוקי הנדל"ן בחו"ל, לרבות מערכת הקשרים הענפה שלהם, יכולותיהם לזהות עסקאות בעלות פוטנציאל רווחיות גבוה, לקדם העמדת מקורות המימון הנדרשים ולהביאן לכלל מימוש.

אומדן שווי המרווח היזמי של פלאזה סנטרס בוצע בהתבסס על אומדן הרווח היזמי הצפוי בכל פרויקט על פי הערכת השמאות (בממוצע כ- 20% מעלויות הבניה הצפויות, כמקובל בענף), כשזה מהווה לאורך חיי הפרויקט לפי שיעור ההיוון אשר נקבע על ידי השמאי, בתוספת פרמיית סיכון נוספת של כ- 2% - 3%, המשקפת את הסיכון העודף הקיים בהשגת מרווח יזמות בפרויקט. להערכת הנהלת החברה, מרווח יזמות זה משקף באופן נאות את יכולתה של החברה ליצור ערך עודף בגין ייזום, שיווק וניהול הפרויקטים המתוכננים.

• **דחיית ביצוע** - לאור המשבר המתמשך של השווקים באירופה, ומצבה הפיננסי של החברה שפורט בעבודה ובדיווחי החברה, ההנחה היא כי תחול דחייה של כחצי שנה עד שנה במועד תחילת וסיום הביצוע של הפרויקטים בפיתוח.

• **עלות מימוש** - הונח כי יחולו עלויות מימוש של כ- 1.5%-1% על הנכסים הפעילים ופרויקטים בתכנון וביצוע (עלויות אלו לא הובאו בחשבון בהערכות השמאות).

2. **ניכוי שווי ההתחייבויות הפיננסיות, נטו** - שווי ההתחייבויות הפיננסיות נלקח לפי הערך המתואם שלהן ("פארי"), בהתאם לנתונים שנתקבלו מהנהלת החברה.

3. **ניכוי הוצאות מטה** - עלות הניהול בפלאזה סנטרס מייצגת את סך כל ההוצאה הנדרשת לשם פיתוח וניהול עסקיה בהיקפם הנוכחי, אשר נגזרת מתחזית הוצאות ההנהלה וכלליות של החברה לשנת 2013 (תוך הבאה בחשבון רק חלק מהוצאות המטה הנדרשות לפעילות בהיקף הנוכחי).

בהתאם להנחת פעילות החברה בראיה עתידית (כמפורט לעיל), הרי שלהערכת הנהלת החברה סביר להניח כי בתום ובמקביל לניצול פוטנציאל של הפרויקטים הקיימים, תמשיך החברה לפעול בתחום ייזום פרויקטים חדשים, אשר יניבו לה רווחים עתידיים. לצורכי חוות דעת לא נלקחה בחשבון שווי הפעילות העתידית של פלאזה סנטרס ובמקביל לא נלקחו בחשבון שווי עלויות הניהול של פלאזה סנטרס הנדרשות להשגת פעילות זו. יחד עם זאת ראוי לציין כי לפלאזה סנטרס קיימת יכולת מוכחת וניסיון רב בתחום המרכזים המסחריים במזרח אירופה אשר הניבו לה רווחים משמעותיים מאוד בעבר ואשר עלו על עלויות הניהול שנדרשו להשגת פעילות זו. לפיכך, להערכתנו סביר להניח כי במידה ופלאזה סנטרס תמשיך ותיזום מרכזים מסחריים באמצעות הפלטפורמה הקיימת, יתווסף שווי חיובי נוסף לשווי הנכסי הנקי של פלאזה סנטרס אשר לא נלקח בחשבון במסגרת עבודה זו.

5.3. סיכום הערכת השווי פלאזה סנטרס

הטבלה להלן מציגה את סיכום הערכת שווי אחזקות אלביט הדמיה בפלאזה סנטרס :

חשוב שווי הון מניות של פלאזה סנטרס		נתונים כספיים באלפי אירו (אלא אם צוין אחרת)		טווח האומדן
שווי נכסי נקי של הפרויקטים	631,211	-	644,408	
מזומן ופיקדונות	101,672	-	101,672	
הוצאות מימון בגין דחיית פרויקטים	(19,151)	-	(9,575)	
הוצאות מטה	(17,471)	-	(17,471)	
חוב פיננסי	(246,198)	-	(246,198)	
שווי הון מניות פלאזה סנטרס בגישת ה- NAV	450,063	-	472,836	
שיעור אחזקה של אלביט הדמיה	62.50%	-	62.50%	
חלקה של אלביט הדמיה בשווי פלאזה סנטרס	281,289	-	295,522	
שער חליפין ש"ח/אירו ליום 11/6/2013	4.8388	-	4.8388	
חלקה של אלביט הדמיה בשווי פלאזה סנטרס (באלפי ש"ח)	1,361,103	-	1,429,974	

בהתבסס על כלל ההנחות והאומדנים כמפורט לעיל, פוטנציאל שווי אחזקות אלביט הדמיה בפלאזה סנטרס מוערך בכ- **1,361 – 1,430 מיליון ש"ח**.

6. אומדן פוטנציאל שווי פעילות בהודו

6.1. תיאור תמציתי של הפעילות בהודו

כחלק מאסטרטגיית החברה לגיוון מקורות תזרים המזומנים שלה, נכנסה החברה להשקעה בפעילות של ייזום למגורים בהודו. לצורך כך, הקימה החברה מטה פעילות בהודו הנשען על כוח אדם מקומי וזר, הנותן תמיכה לפרויקטים השונים ברחבי המדינה.

מרבית הפרויקטים מבוצעים בהשקעה משותפת עם יזמים מקומיים בעלי ניסיון רב בתחום המגורים, אשר הקימו בהודו פרויקטים למגורים בהיקף של אלפי יחידות דיור. שיתוף פעולה זה, יחד עם הידע, הניסיון, הקשרים והמוניטין של החברה, אפשרו את הגמישות והיכולת להתרחב לשווקים מתפתחים חדשים ולהתמודד עם הקשיים המאפיינים אותם.

הקבוצה סיימה את השלב המשמעותי של רכישת הקרקעות, בו נדרשה להשקעות הון עצמי משמעותיות ללא הכנסות בטווח הקצר.

6.2. פרויקט Chennai

בפרויקט זה הצליחה החברה לאחד ולרכוש חטיבת קרקע רציפה בשטח של כ- 360 דונם, בצמוד לפארק התעשייה Sipcot Hi-Tech Park שבמחוז Siruseri, אשר צפוי בשנים הקרובות לאכלס מעל ל- 300,000 עובדים.

6.3. פרויקט Bangalore (Varthur)

פרויקט מגורים זה מתוכנן להיבנות על חטיבת קרקע בהיקף של כ- 667 דונם. בשלב ראשון, מתוכננת לקום שכונת מגורים יוקרתית שתכלול למעלה מ- 1,000 יחידות צמודי קרקע מסוגים שונים. בחודש ינואר 2013, ניתן אישור ה- Sensitive Zone Sub-Committee של ה- BDA (Bangalore Development Authority) לתוכנית הקונספט של הפרויקט, המאפשר התחלת תכנון מפורט ושיווק.

6.4. פרויקט Kochi

פרויקט זה כולל נכס לפיתוח עתידי בעיר קוצ'ין, לפרויקט מגורים בשטח כ- 166 דונם. טרם הושלמה העברת הבעלות בקרקעות המהוות את שטח הפרויקט. הפרויקט צפוי להתבצע על ידי חברת פרויקט הודית ייעודית, אשר 50% ממניותיה יוחזקו על ידי אלביט פלאזה הודו ו- 50% ממניותיה יוחזקו על ידי שותפים מקומיים.

6.5. סיכום אומדן פוטנציאל שווי פעילות בהודו

שווים של הפרויקטים בהודו הוערך על פי ערכי השמאות שלהם (לא נבדקה על ידינו סבירותן של הערכות שמאות אלו) ובתוספת מרווח יזמי שינבע מהפרויקטים של החברה בבנגלור ובצינאי (ראה סעיף 5.2 לעיל). כמו כן, בהתבסס על הנתונים שנתקבלו מהנהלת החברה, הונח כי יחולו עלויות מימוש של כ- 1%-1.5% על פרויקטים אלו (שכן עלויות אלו לא הובאו בחשבון בהערכות השמאות).

הטבלה להלן מציגה את סיכום פוטנציאל שווי הפעילות בהודו:

חישוב שווי הפרויקטים בהודו		
נתונים כספיים באלפי אירו (אלא אם צוין אחרת)		
טווח האומדן		
12,310	-	12,248
17,014	-	16,928
5,098	-	5,072
34,422	-	34,248
סה"כ שווי פרויקטים בהודו		
Chennai		
Bangalore (Varthur)		
Kochi		
4.8388	-	4.8388
166,561	-	165,719
סה"כ שווי פרויקטים בהודו (באלפי ש"ח)		

שער חליפין ש"ח/אירו ליום 11/6/2013
בהתבסס על כלל ההנחות והאומדנים כמפורט לעיל, פוטנציאל שווי אחזקות אלביט הדמיה בפרויקטים בהודו מוערך בכ- 166 – 167 מיליון ש"ח.

7. אומדן פוטנציאל שווי חטיבת המלונות

7.1. תיאור תמציתי של חטיבת המלונות

החברה החלה את פעילויות הייזום, הקמה וניהול בתי מלון לפני למעלה מעשור, אז הקימה וניהלה 11 מלונות באירופה.

עפ"י אסטרטגיית החברה למימוש נכסים שפוטנציאל ההשבחה שלהם הגיע לידי מיצוי, מימשה החברה באופן הדרגתי חלק ניכר מהפעילות המלונאית שלה, כך שרוב המלונות נמכרו במהלך השנתיים האחרונות לקבוצת פארק פלאזה לפי שווי של כ- 218 מיליון אירו (חלקה של החברה). החברה מתכננת להמשיך בביצוע אסטרטגיית המימוש של בתי מלון גם בשנתיים הקרובות, זאת בהתאם לתנאי השוק בכל מדינת פעילות, ובמטרה להשיא את התמורה והרווחיות בגינם.

כיום עיקר פעילותה של החברה בתחום מתמקדת ברומניה ובמערב אירופה באמצעות חברת **אלסינט הולדינגס**, המחזיקה ב-3 מלונות בדירוג של 4-5 כוכבים, הממוקמים בערים אנטוורפן (בלגיה) ובוקרשט (רומניה), כאשר אחד ממלונות הדגל של החברה הינו מלון "רדיסון בלו" הממוקם בבוקרשט, ושערכו הושבח מהותית מאז רכישתו, והפך לקומפלקס מלונאי מוביל ויוקרתי ברמה של חמישה כוכבים, המנוהל על-ידי קבוצת רזידור, תחת המותג "רדיסון בלו". שלושת בתי המלון כוללים יחד 1,024 חדרים: 306 חדרים בשני המלונות בבלגיה ו- 718 חדרים במלון ברומניה.

7.2. פרויקט בוקרשט (מלון רדיסון בלו)

החברה מחזיקה (בשרשור חברות) בכ- 77% מהבעלות בקומפלקס המלונות בבוקרשט, רומניה. הקומפלקס, אשר עבר עבודות שיפוץ והשבחה מסיביות, כולל מלון, מלון דירות, מתחם מסחר ובילוי, מסעדות, שטחי מסחר, ספא וחדר כושר. השינוי המהותי כאמור, התבסס על הידע, הקשרים והניסיון שנצברו בחברה במהלך ביצועם על עשרות פרויקטים במהלך השנים, וכלל רכישה, שיפוץ מסיבי, החלפת הצוות הניהולי וחלק ניכר מעובדי המלון, קבלת מימון מבנקים אירופיים לשיפוץ המלון, התקשרות בהסכם ניהול ובהסכמי מסגרת עם חברות תעופה, עם הפרלמנט הרומני ועוד, תוך יצירת מחזור הכנסות ורווח משמעותיים.

7.3. פרויקט אסטרייד

מלון "רדיסון בלו אנטוורפן" - החברה מחזיקה (בשרשור חברות) בבעלות מלאה במלון בן 247 חדרים באנטוורפן, בלגיה, ובמתחם לביולוגיה ימית (אקווטופיה) הצמוד אליו.

7.4. פרויקט פארק אין

מלון "פארק אין אנטוורפן" - החברה מחזיקה (בשרשור חברות) בבעלות מלאה במלון בן 59 חדרים באנטוורפן, בלגיה, הסמוך למלון רדיסון בלו אנטוורפן.

7.5. מניות, אופציות והלוואות מקבוצת פארק פלאזה

בשנים 2010 ו-2012, התקשרה החברה בעסקת מכירה לפיה מכרה את החזקותיה בפורטפוליו המלונות שבבעלותה באנגליה ובהולנד לחברת PPHE Hotel Group Limited (להלן: "פארק פלאזה"), שהינה חברה ציבורית הנסחרת בבורסה בלונדון (LSE). נמסר לנו, כי נכון למועד חוות דעת זו קיימים שלושה מרכיבים שהיוו חלק מן התמורה בעסקה כדלקמן:

- א. 1.7 מיליון מניות פארק פלאזה הנסחרות במחיר של כ- 3.6 אירו למניה (מתורגם לפי שער חליפין שוטף של האירו מול הפאונד).
- ב. התחייבות חוזית של פארק פלאזה לחברה במסגרתה תינתן התאמת מחיר ל- 1 מיליון מניות פארק פלאזה שתחושב כהפרש שבין 5 פאונד למניה ובין מחיר מניית פארק פלאזה בסוף דצמבר 2015. כמו כן, בגין 0.7 מיליון מניות תינתן התאמת מחיר שתחושב כהפרש שבין 5 אירו למניה ובין מחיר מניית פארק פלאזה בסוף מרץ 2016.
- ג. הלוואה בסך של כ- 9.4 מיליון אירו, נושאת ריבית שנתית של 8%, העומדת לפירעון בחודש דצמבר 2013.

7.6. פרויקט טבריה

בחטיבת המלונאות פרויקט אחד לפיתוח עתידי בישראל, באזור צפון-מערב הכנרת, הנמצא בשלבי תכנון ועבודות תשתית.

7.7. ערבויות החברה לפרויקטים

לחברה הסכמי מימון וערבויות הקשורות עם Raiffeisen Bank International AG (שמימן מחדש את הפעילות השוטפת של מלון רדיסון בלו בוקרשט), בהלוואה שיתרתה נכון למועד זה כ- 58 מיליון אירו, עם בנק הפועלים (שמימן את רכישת מלון רדיסון בלו אנטוורפן), בהיקף חוב שיתרתו נכון למועד זה הינו כ- 17.5 מיליון אירו, ועם Fortis Bank (BNP Paribas) (שמימן את רכישת מלון פארק אין אנטוורפן), בהיקף חוב שיתרתו נכון למועד זה כ- 6 מיליון אירו.

7.8. סיכום אומדן פוטנציאל שווי הפעילות המלונאית

שוויה של חטיבת המלונאות הוערך על פי ערכי השמאות של הפרויקטים בהם מחזיקה החברה (לא נבדקה על ידינו סבירותן של הערכות שמאות אלו).

הטבלה להלן מציגה את סיכום פוטנציאל שווי הפעילות המלונאית:

חישוב שווי חטיבת המלונות		
נתונים כספיים באלפי אירו (אלא אם צוין אחרת)		
טווח האומדן		
21,300 - 21,300		אסטריד פלאזה
2,658 - 2,658		פארק אין
94,020 - 94,020		בוקרשטי רומניה
19,821 - 19,821		פארק פלאזה (מניות, הלוואות ואופציות)
11,625 - 11,625		טבריה
149,423 - 149,423		סה"כ שווי חטיבת המלונות
4.8388 - 4.8388		שער חליפין ש"ח/אירו ליום 11/6/2013
723,027 - 723,027		סה"כ שווי חטיבת המלונות (באלפי ש"ח)

בהתבסס על כלל ההנחות והאומדנים כמפורט לעיל, פוטנציאל שווי אחזקות אלביט הדמיה בפעילות המלונאית מוערך בכ- 723 מיליון ש"ח.

8. אומדן פוטנציאל שווי מניות אלביט מדיקל

8.1. תיאור פעילות החברה

קבוצת אלביט מחזיקה בלמעלה מ-90% מהונה של אלביט מדיקל, שמניותיה נסחרות בבורסה לניירות ערך בתל-אביב¹. הפעילות העיקרית של אלביט מדיקל נעשית באמצעות שתי חברות:

1. אינסייטק בע"מ

2. גאמידה סל בע"מ

8.2. חברת אינסייטק

אינסייטק בע"מ (להלן: "אינסייטק") התאגדה בישראל כחברה פרטית על-פי חוק החברות ביום 7 במרס 1999. אלביט מדיקל מחזיקה בכ-48.2% ממניותיה של אינסייטק ויתרת המניות מוחזקות על-ידי General Electric Company (באמצעות חטיבות GE Healthcare ו-GE Capital) ובעלי מניות נוספים.

אינסייטק עוסקת בפיתוח, בייצור ובשיווק של מערכות רפואיות טיפוליות, המבוססות על פלטפורמה טכנולוגית ייחודית, המשלבת שימוש באלומת אולטרסאונד ממוקדת ובהדמיית תהודה מגנטית לצורך ביצוע טיפולים לא פולשניים בגידולים בגוף האדם. מוצרי אינסייטק עושים שימוש באלומת אולטרסאונד ממוקדת ובעלת עוצמה גבוהה, המאפשרת השמדת רקמה בעומק הגוף, ללא חיתוך או פגיעה ברקמות אחרות בו, ותוך כדי בקרה ושליטה (ולפיכך גם תיקון בזמן אמת) על תוצאות הטיפול, המושגות באמצעות שילוב הדמיית התהודה המגנטית והאולטרסאונד הממוקד.

אינסייטק פועלת כיום בעשרות מדינות באמריקה (הצפונית והדרומית), באירופה, באסיה ובאוקיאניה, ומפתחת אפליקציות לטיפול בטווח נרחב של גידולים, חלקם כאלו אשר אין להם כיום מענה ניתוחי.

נכון למועד זה, מערכות של אינסייטק קיבלו את אישורי ה-FDA ו-CE לטיפול בשרירנים ברחם, אישור ה-CE לטיפול באדנומיוזיס, אישורי ה-FDA ו-CE לטיפול בכאב שנגרם על ידי גרורות סרטן בעצמות ואישור CE להפרעות נוירולוגיות (כגון רעד מהותי, פרקינסון וכאב נוירופתי). כמו כן, ה-FDA אישר התחלת ניסוי Phase III לטיפול בפרקינסון.

¹ החל מיום 16 ביולי 2012 הועברו ניירות הערך של אלביט מדיקל לרשימת השימור כהגדרתה בחלק הרביעי לתקנון הבורסה, מאחר שההון העצמי של אלביט מדיקל, על פי כל אחד מארבעת הדו"חות הכספיים האחרונים, נמוך מ-2 מיליון ש"ח וכן שיעור החזקות הציבור נמוך מהדרישה המזערית.

8.3. חברת גאמידה סל

גאמידה סל בע"מ (להלן: "גאמידה") התאגדה ביום 17 בפברואר 1998 בישראל, כחברה פרטית על-פי חוק החברות. אלביט מדיקל מחזיקה (בשרשור) בכ- 30.8% ממניותיה של גאמידה, ויתרת המניות מוחזקות על-ידי טבע תעשיות פרמצבטיות בע"מ, כלל תעשיות ביוטכנולוגיה בע"מ ואחרים.

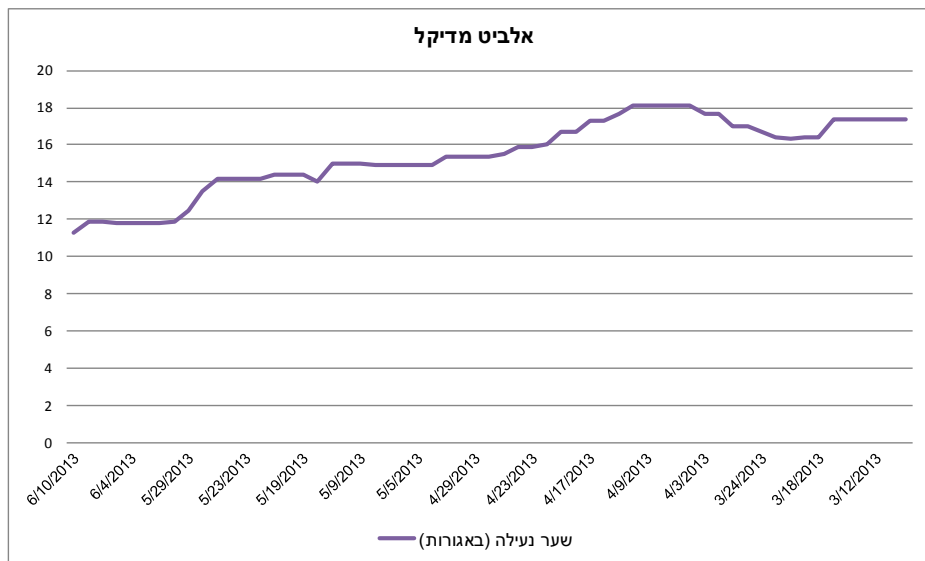
גאמידה עוסקת במחקר ופיתוח של מוצרים רפואיים המבוססים על תאי גזע שמקורם בעיקר מדם חבל הטבור. גאמידה פועלת בתחום מחקר, פיתוח וייצור מוצרים המיועדים להשתלת מח עצם בחולים עם סרטן, מחלות דם, מחלות אוטואימוניות ומחלות מטבוליות. בנוסף, נמצאת גאמידה בשלבים מוקדמים יותר של מחקר, פיתוח וייצור מוצרים לטיפולים אימונולוגיים לחולי סרטן ולרגנרציה של תאים. פעילות גאמידה מתמקדת כיום במחקר ופיתוח של שני מוצרים עיקריים, המבוססים על העשרה של דם טבורי בתאי גזע.

לגאמידה חברה בת בשליטה משותפת, גאמידה-טבע בע"מ, המוחזקת בחלקים שווים (50%) על ידי גאמידה ועל ידי חברת טבע תעשיות פרמצבטיות בע"מ. בשל היות פעילות גאמידה והמיזם המשותף בשלבי מחקר ופיתוח, אין לגאמידה או למיזם המשותף, נכון למועד פרסום הדוח, כל פעילויות שיווקיות מהותיות.

8.4. שווי בורסה של אלביט מדיקל

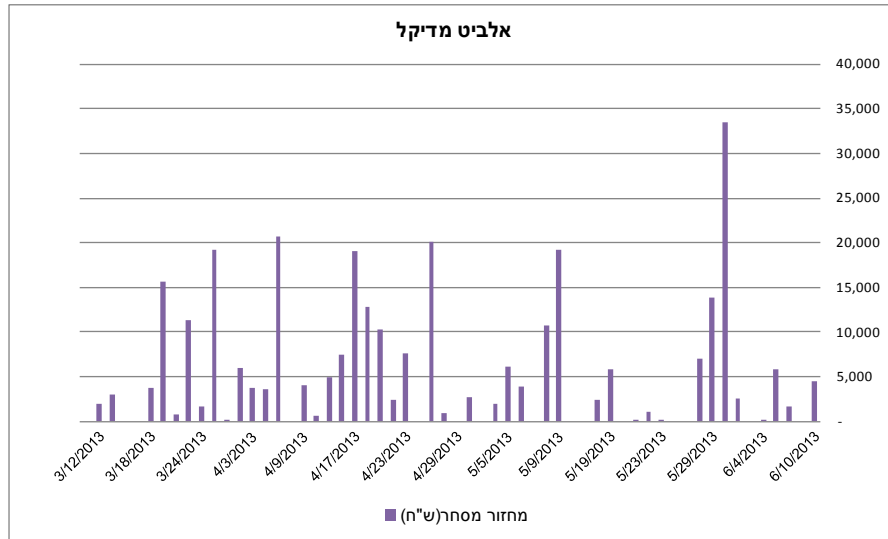
8.4.1. שער המניה

להלן גרף הממחיש את התנודתיות בשער המניה של אלביט מדיקל בשלושת החודשים האחרונים:



8.4.2 מחזורי המסחר

להלן גרף הממחיש את התנודתיות במחזור המסחר של אלביט מדיקל בשלושת החודשים האחרונים:



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.

8.5 אומדן שווי אלביט מדיקל בהתבסס על שווי בורסה

הדוחות הכספיים של אלביט מדיקל לשנת 2012 כוללים את אחת משתי השקעות העיקריות (אינסייטק) על פי שווי הוגן. הערכת שווי ההשקעה באינסייטק אף צורפה לדוחות הכספיים של אלביט מדיקל. נסיבות אלה מאפשרות לקבל שווי אינדיקטיבי חלקי על בסיס הדוחות הכספיים, שכן שווייה ההוגן של גאמידה אינו משתקף מהדוחות.

במסגרת חוות דעת זו לא היה באפשרותנו לבצע הערכת שווי מלאה עצמאית לגאמידה. לאור נסיבות אלו, ומאחר לא נמצא בידנו מידע רלוונטי יותר המעיד על שווייה ההוגן של גאמידה, שווייה האינדיקטיבי של אלביט מדיקל הוערך עפ"י השווי הבורסאי הממוצע שלה במהלך התקופה של 3 ל- 6 חודשים האחרונים.

אנו שומרים לעצמנו את הזכות לבוא ולעדכן חוות דעת זו ככל שיתאפשר לבצע הערכת שווי מלאה לגאמידה או ככל שיובא בפנינו מידע חיצוני אודות שווייה הכלכלי של גאמידה.

להלן אומדן שווי אחזקות החברה באלביט מדיקל בהתבסס על שווי בורסה ממוצע בחודשים האחרונים:

ש"ח	ראו	טווח אומדן
הער		
שווי בורסה ממוצע	א' 15.08	15.65 -
מס' מניות + אופציות המוחזקות ע"י אלביט הדמיה	1,723,225,157	1,723,225,157 -
שווי מניות + אופציות המוחזקות ע"י אלביט הדמיה	259,862	269,685 -
שווי הלוואת בעלים	ב' 105,210	105,210 -
אומדן שווי אחזקות באלביט מדיקל	365,072	374,895 -

בהתאם להנחות ולפרמטרים כמפורט לעיל, אומדן פוטנציאל השווי של אחזקות באלביט מדיקל מוערך בכ- 365 – 375 מיליון ש"ח.

הערות:

א. **שווי בורסה** - שווי ממוצע ב- 3 חודשים האחרונים (בין 14 במרץ 2013 לבין 13 ביוני 2013) וב- 6 חודשים האחרונים (בין 14 בדצמבר 2012 לבין 13 ביוני 2013).

ב. **אומדן שווי הלוואות בעלים** - לאומדן השווי הכלכלי של אלביט הדמיה נוספה יתרת הלוואות בעלים, אשר רשומה בספרי אלביט מדיקל נכון ל- 31 במרץ 2013 **בשווי ההוגן** בסך של 28,888 אלפי דולר.

פעילותה של אלביט מדיקל מומנה, מאז הקמתה באמצעות הון והלוואות בעלים אשר הוזרמו על ידי אלביט הדמיה ועל ידי הון שגויס ממשקיעים פרטיים.

במהלך החודשים מרץ עד אוקטובר 2011, נחתמו מספר הסכמי אשראי (כפי שתוקנו מעת לעת), במסגרתם העמידה אלביט הדמיה לאלביט מדיקל קו אשראי בסך מצטבר של עד 39 מיליון ש"ח (כ- 10.4 מיליון דולר). סוכם שההלוואות תהיינה צמודות למדד אך לא תישאנה ריבית.

נספח א' – פרטי המעריך

פאהן קנה יועצים הנה חברת הבת של משרד פאהן, קנה ושות', רואי חשבון, הנמנה על ששת המשרדים הגדולים בישראל. פאהן קנה יועצים מהווה את זרוע ה- Special advisory services של רשת Grant Thornton העולמית, המתמחה בהובלת עסקאות בינלאומיות, ביצוע הערכות שווי וייעוץ בביצוע עסקאות, הנפקת חברות בבורסות בעולם וייעוץ ניהולי ומימון פרויקטים.

רו"ח שלומי ברטוב, שותף ומנכ"ל פאהן קנה יועצים, בעל תואר שני במינהל עסקים (MBA) ובעל תואר ראשון בכלכלה וחשבונאות, שניהם מאוניברסיטת ת"א.

מר ברטוב הינו בעל ניסיון עשיר בליווי ויעוץ לחברות מהגדולות במשק.



Grant Thornton

www.gtfk.co.il

© 2013 Fahn Kanne Consulting Ltd. All rights reserved

Fahn Kanne Consulting Ltd. is a subsidiary of Fahn Kanne & Co. Grant Thornton Israel, a member firm within Grant Thornton International Ltd. Fahn Kanne Consulting Ltd. renders Specialist Advisory Services, such as: M&A, Valuations, Transaction Advisory Services, Forensic and Litigation Support, business risk services, Project Finance, Recovery and Reorganization. Grant Thornton International is one of the world's leading organizations of independently owned and managed accounting and consulting firms. These firms provide assurance, tax and specialist advisory services to privately held businesses and public interest entities. Clients of member and correspondent firms can access the knowledge and experience of more than 2400 partners in over 100 countries and consistently receive a distinctive, high quality and personalized service wherever they choose to do business.