



CLEARSTRUCTURE

Economic & financial analysis



חוו"ד מומחה בית המשפט

על פי סעיף 331

לחוק חדלות פירעון ושיקום כלכלי, תשע"ח-2018
לעניין כדאיות ההסדר המוצע לבעלי אגרות החוב של

ספיר קורפ בע"מ

// אוגוסט 2020 //



מכתב נלווה לחוות דעת המומחה

בהמשך להצעת הסדר שהגישה חברת ספיר קורפ בע"מ ("ספיר" או "החברה") למחזיקי אגרות החוב שלה סדרה יח', מונה הח"מ על ידי בית המשפט הנכבד, כמומחה לבחינת הסדר החוב המתגבש בין החברה למחזיקי אג"ח יח', בהתאם לסעיף 329 לחוק חדלות פירעון ושיקום כלכלי, תשע"ח-2018.

בהתאם לכך, הנני מתכבד להגיש לבית המשפט הנכבד את חוות דעתי בעניין הסדר החוב המוצע של החברה ("חוות דעת המומחה").

יצחק עידן, רואה חשבון

מומחה מטעם בית המשפט

לבחינת הסדר החוב

תאריך: 16 באוגוסט 2020



תוכן עניינים

5	1. תמצית מנהלים
6	2. רקע לחוות הדעת
6	2.1 תיאור קצר של החברה
6	2.2 הנפקת אג"ח יח'
6	2.3 תחומי פעילות עיקריים
7	2.4 השתלשלות האירועים בתקופה האחרונה
8	2.5 הצעת הסדר החברה
10	3. מצבה הפיננסי של החברה
10	3.1 התוצאות הכספיות
10	3.2 מאזני החברה
12	4. נכסי החברה
12	4.1 כללי
12	4.2 פרויקט מיאמי 18
12	4.3 פרויקט מדיסון 218
13	4.4 פרויקט סרפסייד
15	4.5 מלון נומו
16	5. התחייבויות החברה
16	5.1 אגרות חוב סדרה יח'
16	5.2 הלוואות מתאגידים בנקאיים
17	5.3 הלוואות מבעל השליטה ובני משפחתו
18	5.4 סה"כ התחייבויות החברה
19	6. שווי נכסי נקי של החברה
19	6.1 שווי נכסי נקי (NAV)
20	7. הצעת הסדר מטעם החברה
20	7.1 עיקרי הצעת הסדר החברה
22	7.2 ניתוח הצעת הסדר החברה
24	8. חלופות נוספות להסדר המוצע



24	8.1 חלופת הפירוק.....
26	8.2 חלופת מכירה לצד ג'.....
27	9. סיכום והמלצות - השוואת החלופות.....
28	10. התייחסויות נוספות.....
28	10.1 מניות שיוותרו בידי בעל שליטה.....
28	10.2 פטור לנושאי משרה ובעלי עניין.....
28	10.3 נושים אחרים.....
29	10.4 חלוקה שביצעה החברה.....
30	נספח א' - קורות חיים המומחה.....
31	נספח ב' - על הפירמה.....



1. תמצית מנהלים

ספיר קורפ בע"מ ("ספיר" או "החברה") הינה חברת השקעות והחזקות המשקיעה בתחום הנדל"ן ועוסקת, באמצעות חברות בנות וכלולות, בהשקעה בנכסי מלונאות, ייזום פרויקטים בתחום הבניה למגורים, נכסי נדל"ן מניב ובתחום המגורים להשכרה. נכון למועד זה, מתמקדת כל פעילות החברה בארה"ב, באמצעות החברות הבנות שלה.

התפרצות נגיף הקורונה, במהלך הרבעון הראשון של שנת 2020 והשפעותיו אשר הובילו לאירוע בעל השלכות מאקרו כלכליות עולמיות, השליך באופן ישיר גם על פעילות החברה ונכסיה, כמתואר בפרק 2.

לאור העדר בלימת המגיפה ואי הוודאות בדבר מועד היציאה מהמשבר, בשים לב לתשלומי אגרות החוב (סדרה י"ח) של החברה החליט דירקטוריון החברה לפעול לדחייה של מועדי תשלום קרן אגרות החוב הצפויים בעוד 12 ו-24 חודשים, במקביל לביצוע פדיון מוקדם חלקי של אגרות חוב בהיקף של כ-8 מיליון דולר ממקורות שיעמיד בעל השליטה.

ההסדר המוצע, שאינו כולל "תספורת" אלא פריסת התשלומים למחזיקי אגרות החוב, נועד בעיקר לאפשר לחברה לחצות את תקופת המשבר הכלכלי אשר פגעה בה כאמור לעיל.

כאמור בסעיף 2.5 להלן, כפי שנמסר לח"מ מהחברה, בהיעדר הסדר החוב או פתרון חלופי דומה, צפויה החברה להיקלע לקשיים תזרימיים, מה שעלול להוביל אף להערת "עסק החי", כבר בדוחותיה הכספיים הקרובים ולדרדר את מצב החברה באופן שעלול לפגוע בנושי החברה ביניהם מחזיקי אגרות החוב.

כפי שיפורט בפרק 7 להלן, גם אם ייתכנו סטיות מהתחזיות התזרימיות של החברה ובהינתן כי החברה תגיע להבנות עם המממן הבכיר במלון נומו ובהתחשב בכך שבעל השליטה הנחית חוב בהיקף של כ-19 מיליון דולר וזחה את מועד פירעונו לאחר הפירעון המלא של אגרות החוב, **ההיתכנות שההסדר יושלם ללא "תספורת" הינה סבירה בהחלט.**

כאמור בפרק 8 להלן, חלופת הפירוק עלולה לגרום "תספורת" עמוקה למחזיקי אגרות החוב שעלולה לנוע בין 20%-40% מהיקף החוב כלפיהם.

לאור האמור לעיל וכמפורט להלן בחוות דעתי, הח"מ בדעה כי חלופת ההסדר המוצעת עדיפה הן על המצב הקיים ועל כל חלופה אחרת רלוונטית.



2. רקע לחוות הדעת

2.1 תיאור קצר של החברה

ספיר קורפ בע"מ ("ספיר" או "החברה") הינה חברת השקעות והחזקות המשקיעה בתחום הנדל"ן ועוסקת, באמצעות חברות בנות וכלולות, בהשקעה בנכסי מלונאות, יזום פרויקטים בתחום הבניה למגורים, נכסי נדל"ן מניב ובתחום המגורים להשכרה. נכון למועד זה, מתמקדת כל פעילות החברה בארה"ב, באמצעות החברות הבנות שלה.

ביום 11 ביוני 2020, הושלמה הצעת רכש מלאה למניות החברה שפורסמה על ידי תאגיד בבעלות מר אלכס ספיר, בעל השליטה בחברה ("בעל השליטה") והחברה הפכה לחברה פרטית בהתאם לסעיף 339 לחוק החברות, התשנ"ט-1999 ונותרה "תאגיד מדווח" כהגדרתו בחוק ניירות ערך, תשכ"ח-1968, כאשר אגרות החוב סדרה יח' שהנפיקה החברה ("אג"ח יח") נותרו סחירות.

הדוחות הכספיים האחרונים שפורסמה החברה, ליום 31 במרץ 2020, כוללים הפניית תשומת לב של רואי החשבון לעניין יכולת החברה לעמוד בפירעון התחייבויותיה בעתיד הנראה לעין אשר מותנית בהתממשות התוכנית והתחזיות של ההנהלה באשר להיקף ולעיתוי של מכירת דירות בפרויקט אשר משמש כמקור משמעותי לפירעון אג"ח יח' ו/או דחייה נוספת של מועד פירעון הלוואת הבנייה מיום 30 ביוני 2020 לצד הקלות בתנאי ההלוואה, ו/או גיוס מימון חיצוני ככל שיידרש.

2.2 הנפקת אג"ח יח'

בחודש מרץ 2017, הנפיקה החברה את אג"ח יח', אשר נכון למועד חוות דעת זו, לאחר הרחבות שבוצעו שהאחרונה שבהם בחודש ינואר 2020, מגיעה לסך כולל של 150 מיליוני ש"ח.

על פי תנאי שטר הנאמנות, אג"ח יח' עומדות לפירעון בשני תשלומים שנתיים שווים ביום 15 ביולי של כל אחת מהשנים 2021 ו-2022 ונושאות ריבית שקלית שנתיית נקובה בשיעור של 4.8%, המשולמת מדי חצי שנה.

יתרת החוב למחזיקי אג"ח יח' (ערך פארי) מסתכמת, בסמוך למועד חוות דעת זו, כולל ריבית צבורה בסך של כ-0.5 מיליוני ש"ח, לסך כולל של כ-150.5 מיליוני ש"ח.

2.3 תחומי פעילות עיקריים

בהתאם לדוחותיה הכספיים של החברה, נכון בסמוך למועד חוות הדעת, עוסקת החברה בשלושה תחומי פעילות עיקריים:

2.3.1 תחום הנדל"ן להשקעה - במסגרת תחום פעילות זה נכלל פרויקט מיאמי 18, הכולל מקבץ קרקעות באזור 2nd Ave - 18th Street במיאמי, פלורידה, אשר על חלקן ישנם מבנים ובהם שוכרים מסחריים ("פרויקט מיאמי 18"). חלק החברה בפרויקט מיאמי 18, באמצעות תאגידים בהם היא שותפה (בשרשור סופי) הינו כ-21% וחלקה בתמורות מהפרויקט (בהנחת דיסקאונט של 10%, לאחר הוצאות, החזר השקעה ותשואה מועדפת של 5% לשנה לשותפים על השקעתם) הוא כ-34%. החברה ושותפיה החליטו שלא להמשיך את פיתוח הנכס, ובכלל זה העמידו את הנכס למכירה במצבו הנוכחי.



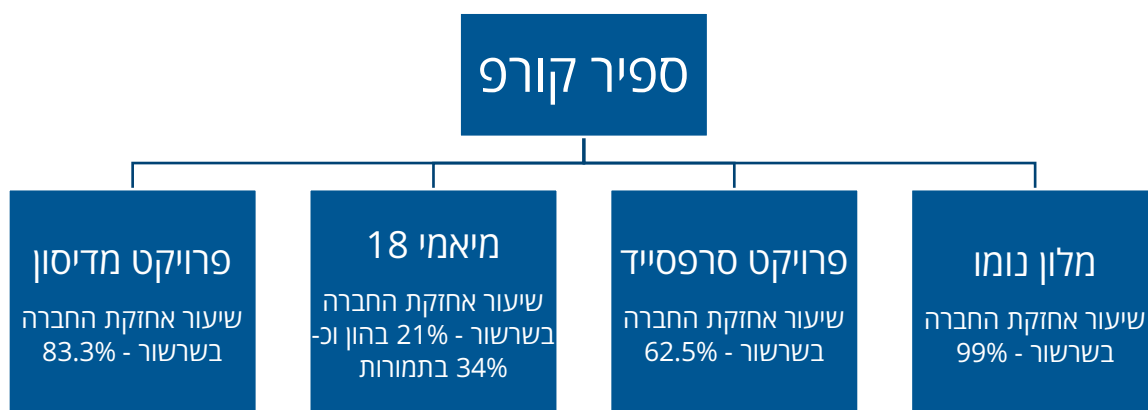
2.3.2 תחום הייזום - במסגרת תחום זה נכללים הפרויקטים כדלקמן:

2.3.2.1 פרוייקט מדיסון 218 - עתודות קרקע להקמת בניין בשדרות מדיסון מס' 218 במנהטן, ניו-יורק. טרם הושלמו תכניות הבנייה בפרויקט וטרם הוחל בשיווקו. פרוייקט מדיסון 218 מוחזק על ידי החברה (בשרשור סופי) - בשיעור של 83.33%; ועל ידי בעל השליטה - 16.67%.
על פי דיווחי החברה, נתקבלה החלטה שלא לבצע את הקמת הפרויקט אלא למכור את הזכויות בו במצב הנוכחי.

2.3.2.2 פרוייקט סרפסייד - פרויקט הכולל בניין בן 16 דירות יוקרה בשדרות קולינס ושדרות הארדינג ב-SURFSIDE MIAMI שבפלורידה ארה"ב. על המגרשים בצידו השני של הרחוב נבנה חניון מקורה של כ-54 מקומות חניה, ועל גגו מגרשי טניס ומתקנים לרווחת דיירי הבניין. חלק החברה בנכס (בשרשור סופי) הינו 62.5%.
על פי דיווחי החברה, בסוף שנת 2019, בניית הפרויקט הושלמה ויש אישור מטעם הרשויות לאכלוסו.

2.3.3 תחום המלונאות - בעלות בשרשור ב- 99% מהזכויות במלון בניו יורק ותפעולו (יתרת ה- 1% מוחזקת באמצעות חברה בשליטת דירקטור בחברה שאינו נמנה על בעל השליטה) - במסגרת תחום פעילות זה מחזיקה החברה, בשרשור סופי, בזכויות במלון NOMO-SOHO, שהינו מלון יוקרה בעל 264 חדרים, מסעדה, חדרי אירועים ושיבות, הממוקם ברחוב Crosby במנהטן, ניו-יורק, בארה"ב והמופעל ומנוהל באמצעות חברת ניהול חיצונית ("מלון נומו").

תרשים 1: עץ אחזקות מצומצם של החברה



2.4 השתלשלות האירועים בתקופה האחרונה

כאמור לעיל, ביום 11 ביוני 2020, הושלמה הצעת רכש מלאה למניות החברה והחברה הפכה לחברה פרטית בהתאם לסעיף 339 לחוק החברות, התשנ"ט-1999.

התפרצות נגיף הקורונה, במהלך הרבעון הראשון של שנת 2020 והשפעותיו אשר הובילו לאירוע בעל השלכות מאקרו כלכליות עולמיות, לרבות מגבלות תנועה והתקהלות, צמצום כוח האדם במקומות עבודה, קביעת הנחיות לבידוד וסגר (חלקי, או כללי במידת הצורך), סגירת עסקים, מקומות בילוי ופנאי, סגירת גבולות וכיוצא באלה, השליך באופן ישיר גם על פעילות החברה, זאת כמתואר לדוחותיה הכספיים של החברה לסוף חודש מרץ 2020 וטיוטת דוחותיה לסוף חודש יוני 2020.

בתחום הפעילות המלונאית הביא המשבר לפגיעה משמעותית בהכנסות החברה, אשר נבעו ראשית מקיטון משמעותי בתפוסות ומיעוט הזמנות עתידיות, בין השאר לאור הגבלות תנועה והמשבר הכלכלי. כמו כן, ביום 16 במרץ 2020, נכנס



לתוקפו צו מנהלי שהוציא ראש עיריית ניו יורק המגביל את פעולתם של מסעדות, ברים ובתי קפה למשלוחים בלבד ברחבי העיר ניו-יורק, דבר אשר הביא להפסקת פעילות המזון והמשקאות במלון שבבעלות החברה ברחוב קרוסבי במנהטן. מגבלות התנועה וההאטה הכלכלית הביאו לפגיעה נוספת בהכנסות המלון במהלך הרבעון השני לשנת 2020. חברת הניהול של המלון נקטה עם תחילת תקופת המשבר צמצומים משמעותיים במצבת כוח האדם וצעדים אחרים לצמצום ההוצאות השוטפות במלון לרמה הנדרשת כדי לתמוך ברמות התפוסה הנוכחיות במלון, תוך שימור עובדים נבחרים לקיום פעילות המלון ושימורו. בסוף חודש מאי 2020, חזרה פעילות ההסעדה במלון למתכונת חלקית במסגרת שירות חדרים Take-Away ומשלוחים. ביום 22 ביוני 2020, עברה העיר ניו-יורק לשלב השני בהליך החזרה לשגרה על פי הצווים של מושל מדינת ניו-יורק ("New York Forward"), על-פיהם מותרת הסעדה רק במקומות פתוחים. פעילות ההסעדה של המלון נפתחה לשטח הפתוח אשר צמוד למסעדה, ובחודש יולי 2020 הותרה מכירת אלכוהול בשטח הפתוח האמור. בחודש יולי 2020, היתה אמורה העיר ניו-יורק לעבור לשלב השלישי בהליך החזרה לשגרה, על פיו מותרת גם פעילות מסעדות וברים בחללים סגורים, תחת מגבלות של ריחוק חברתי ואולם נכון בסמוך למועד חוות הדעת, טרם הוכרז השלב השלישי בעיר ניו יורק.

בתחום הקמת בניינים למכירה במסגרת הפעילות היזמית - במהלך תקופת המשבר ונכון בסמוך למועד חוות דעת זו, חווה החברה ירידה במספר המבקרים ביחידות הדיור בפרויקט סרפסייד לצרכי התעניינות ברכישה. מנגד, ניכרת התעניינות בדירות בפרויקט לצורכי שכירות. בהתאם לכך, פועלת חברת הפרויקט, בהסכמת הבנק המלווה בפרויקט, להשכרה של מספר דירות בפרויקט לתקופה של עד שנה, במקביל למאמצי המכירה, וזאת על מנת להגדיל את הגמישות הפיננסית בפרויקט לאור התפתחות המשבר ולאפשר הכנסה מדמי שכירות כדי לסייע במימון ההוצאות השוטפות של הפרויקט. התמשכות המשבר עשויה להביא לקיטון שווי נכסי הנדל"ן של החברה ולקיפאון בשוק הנדל"ן אשר עלול להביא לעיכוב בפיתוח או מכירה של נכסי החברה.

בנוסף, בנושא יכולת המימון של החברה וחברות הבת, למשבר הקורונה השפעות שליליות על יכולת החברה לגייס כספים בשוק ההון ומול גופים פיננסיים בישראל ובארה"ב ועל תנאי גיוס האשראי.

2.5 הצעת הסדר החברה

בהמשך לאמור לעיל בסעיף 2.4, ביום 10 באוגוסט 2020, פרסמה החברה דוח מידי בו פירטה את היערכותה לעמידה בהתחייבויותיה לאור העדר בלימת המגיפה ואי הוודאות בדבר מועד היציאה מהמשבר, בשים לב לתשלומי אגרות החוב (סדרה י"ח) של החברה הצפויים בעוד 12 ו-24 חודשים¹.

דוח מידי זה כלל, בין השאר, התייחסות לכך כי דירקטוריון החברה החליט לפעול לדחייה של מועדי תשלום קרן אגרות החוב הצפויים בעוד 12 ו-24 חודשים, החלים בימים 15 ביולי 2021 ו-15 ביולי 2022, בהתאמה, במקביל לביצוע פדיון מוקדם חלקי של אגרות חוב בשיעור מסוים, אשר יפחית את היקף ההתחייבות של החברה כלפי מחזיקי אגרות החוב ("הצעת הסדר החברה").

עיקרי הצעת הסדר החברה מפורטים להלן בפרק 7 ("הסדר החוב").

כפי שנמסר לח"מ מהחברה, בהיעדר הסדר החוב או פתרון חלופי דומה, צפויה החברה להיקלע לקשיים תזרימיים, מה שעלול להוביל אף להערת "עסק החי", כבר בדוחותיה הכספיים הקרובים.

מצב זה יכול להעמיד לנושי החברה עלילות להעמדה של חובות החברה כלפיהם לפירעון מידי, מה שעלול להוביל להשחתת ערך מהותית לנכסי החברה.

¹<https://mayafiles.tase.co.il/rpdf/1313001-1314000/P1313940-00.pdf>



ככל וחלילה יתרחש אירוע כזה, מחזיקי אג"ח יח', שהינם נושים מובטחים בשעבוד בדרגה שנייה על מלון נומו (שעבוד על המניות שמחזיקה החברה בחברות האחזקות הישראליות שמחזיקות בשרשור במלון), לו גם מלווים בכירים בהיקף כולל של כ- 135 מיליון דולר, עלולים לספוג "תספורת" כזו או אחרת, באופן שלא מלוא החזר החוב יושב להם. לעניין האומדן לשיעור ההחזר למחזיקי אגרות החוב במצב זה, ראה פרק 8 העוסק בחלופת הפירוק.

בהמשך לכך, ביום 11 באוגוסט 2020, מונה הח"מ כמומחה מטעם בית המשפט לבחינת הסדר החוב המתגבש בין החברה למחזיקי אג"ח יח', בהתאם לסעיף 329 לחוק חדלות פירעון ושיקום כלכלי, תשע"ח-2018.



3. מצבה הפיננסי של החברה

3.1 התוצאות הכספיות

להלן תמצית נתונים בדבר התוצאות הכספיות של החברה במאוחד לתקופה שנסתיימה ביום 31 במרץ 2020 וביום 31 בדצמבר 2019.

טבלה 2: תמצית דוחות רווח והפסד (אלפי דולר ארה"ב)

-1/1/2019 31/12/2019	-1/1/2020 31/03/2020	תמצית התוצאות הכספיות
33,676	4,304	הכנסות מהפעלת בית מלון
20,975	4,662	עלות ההכנסות מהפעלת בית מלון
30,044	6,053	פחת והפרשות לירידת ערך נכסים
1,529	68	חלק בהפסדי חברות המטופלות בשיטת השווי המאזני, נטו
3,328	849	הוצאות מכירה ושיווק
5,780	1,346	הוצאות הנהלה וכלליות
67	29	הוצאות אחרות, נטו
61,723	13,007	סה"כ הוצאות הפעלה
-28,047	-8,703	הפסד מפעולות רגילות
-104	36	הכנסות מימון
-25,131	-6,300	הוצאות מימון
-25,235	-6,264	הוצאות מימון, נטו
-53,282	-14,967	הפסד לפני מיסים על ההכנסה (הטבת מס)
-1,651	-305	מיסים על ההכנסה (הטבת מס)
-51,631	-14,662	הפסד לתקופה

מהדוחות עולה כי בשנת 2019 ובתקופת הביניים בשנת 2020, לחברה הפסדים תפעוליים ונקיים בסכומים מהותיים, הנובעים בעיקרם מירידת ערך נכסי החברה ומהוצאות המימון בהן נושאת החברה.

3.2 מאזני החברה

להלן תמצית מצבת הנכסים וההתחייבויות של החברה במאוחד ליום 31 במרץ 2020 וליום 31 בדצמבר 2019.

טבלה 3: תמצית מצבת נכסים והתחייבויות (אלפי דולר ארה"ב)

ליום 31/12/2019	ליום 31/03/2020	תמצית מצבת נכסים והתחייבויות
		נכסים
3,855	5,107	מזומנים ושווי מזומנים
10,167	9,128	מזומנים ופקדונות מוגבלים
1,229	349	לקוחות
2,025	1,205	חייבים ויתרות חובה



200,531	201,207	מלאי (בעיקר בניינים בהקמה) (1)
217,807	216,996	סה"כ נכסים שוטפים
2,711	3,215	פקדונות לז"א מוגבלים בשימוש
17,338	17,338	מלאי מקרקעין (2)
17,108	17,040	השקעות בחברות לפי השווי המאזני (3)
210,110	204,409	רכוש קבוע, נטו (4)
247,267	242,002	סה"כ נכסים לא שוטפים
465,074	458,998	סה"כ נכסים
התחייבויות והון		
85,813	88,251	הלוואה למימון פרויקט יזמי (5)
9,286	10,431	הלוואות מרוכשי דירות (בעלי שליטה)
-	9,995	הלוואה מתאגיד בנקאי למימון פרויקט יזמי (6)
1,482	4,771	הלוואה מבעלי שליטה
5,544	3,549	ספקים ונותני שירותים
2,003	3,222	מקדמות מלקוחות (בעלי שליטה)
3,620	2,969	זכאים ויתרות זכות
107,748	123,188	סה"כ התחייבויות שוטפות
40,273	37,527	הלוואות מבעלי שליטה
189,270	191,465	הלוואות שהתקבלו על ידי חברה המחזיקה בבית מלון (7)
38,247	41,231	אגרות חוב
9,933	-	הלוואה מתאגיד בנקאי למימון פרויקט יזמי
12,751	12,673	מס הכנסה נדחה
290,474	282,896	סה"כ התחייבויות לא שוטפות
66,852	52,914	סה"כ הון
465,074	458,998	סה"כ התחייבויות והון

(1) בעיקר פרויקט סרפסייד

(2) פרויקט מדיסון

(3) חברה המחזיקה בפרויקט מיאמי 18

(4) בעיקר מלון נומו

(5) למימון פרויקט סרפסייד

(6) למימון פרויקט מדיסון

(7) הלוואות מתאגיד בנקאי ומבעל השליטה למימון מלון נומו



4. נכסי החברה

4.1 כללי

כאמור בפרק 2 לעיל, נכון בסמוך למועד חוות הדעת, עוסקת החברה בשלושה תחומי פעילות:

- **תחום הנדל"ן להשקעה** - באמצעות פרויקט מיאמי 18.
- **תחום הייזום למגורים** באמצעות פרויקט מדיסון 218 ופרויקט סרפסייד.
- **תחום המלונאות** - באמצעות האחזקה במלון נומו (NOMO-SOHO).

4.2 פרויקט מיאמי 18

4.2.1 תיאור הפרויקט

פרויקט מיאמי 18 הינו פרויקט הנכלל בתחום הפעילות של נדל"ן להשקעה. לפרטים נוספים על הפרויקט, שיעור האחזקה בפרויקט ותוכניות החברה בקשר אליו, ראה סעיף 2.3.1 לעיל.

4.2.2 מבנה הון ושווי נכסי

על פי שמאות לחודש דצמבר 2019, אשר אושרה מחדש על ידי השמאי ליום 30 ביוני 2020, שווי ההון של הפרויקט כולו נאמד בכ- 47.9 מיליון דולר. הפרויקט ממומן במודל של preferred equity, כך שחלקה של החברה ברווחי הפרויקט גבוה מחלקה בהון. על פי נתוני החברה, חלקה בהון נאמד בכ- 21% ואילו חלקה בתמורות הפרויקט נאמד על פי השווי המצויין בכ- 34%.

סמוך למועד חוות דעת זו, מעריכה החברה כי חלקה בתקבולים מפרויקט זה בהתאם למפל התשלומים בפרויקט ובהנחה של דיסקאונט של 10% לעומת השווי השמאי, צפוי להגיע לסך של כ- 13.8 מיליון דולר.

לפרויקט זה אין מימון חיצוני וכנגדו קיבלה החברה מבעל השליטה קו אשראי של 3.8 מיליון דולר, מתוכו מנוצל למועד חוות דעת זו סך של כ- 1.4 מיליון דולר, כך שנותר סך של כ- 2.4 מיליון דולר אשר טרם נוצל.

4.3 פרויקט מדיסון 218

4.3.1 תיאור הפרויקט

פרויקט מדיסון 218, הינו פרויקט נדל"ן אשר נכלל בתחום פעילות הייזום. לפרטים נוספים על הפרויקט, שיעור האחזקה בפרויקט ותוכניות החברה בקשר אליו, ראה סעיף 2.3.2.2 לעיל.

4.3.2 מבנה הון ושווי נכסי נקי

על פי דוחותיה הכספיים של החברה לחודש דצמבר 2019 ולמרץ 2020, שווי של הפרויקט נאמד בכ- 17.3 מיליון דולר (לאחר הפחתה לירידת ערך).



למימון הפרויקט התקבלה הלוואה בנקאית, העומדת בסמוך למועד חוות דעת זו, על סך 10.25 מיליון דולר והלוואה מבעל השליטה על סך של 3.38 מיליון דולר (בסעיף זה "הלוואת בעל השליטה").

הלוואת בעל השליטה נחותה לחוב הבנקאי, נושאת ריבית אג"ח ממשלת ארה"ב ועומדת לפירעון ככל שיוותרו עודפים בפרויקט לאחר החזרי הלוואות המובטחות או ביום 30 ביולי 2022, כמוקדם שבהם. בחודש אפריל 2020, תוקן הסכם הלוואת בעל השליטה באופן שהכפיף את הפרעון עם מכירת הנכס לצרכי התזרים של החברה. התניה זו, צפויה להיות לא אפקטיבית ככל וההסדר המוצע עם מחזיקי אגרות החוב יכנס לתוקף.

חלקה של החברה בהון הפרויקט מסתכם הינו כאמור 83.33%.

טבלה 4: ערך נכסי נקי מדיסון 218 (מיליוני דולר ארה"ב)

תיאור	ערך	הערה
שווי הפרויקט בדוחות החברה	17.3	על פי הערכות החברה
חוב בנקאי בכיר	10.25	
שווי נכסי נטו של חברת הפרויקט	7.05	מתייחס ל 100% מחברת הפרויקט
חלק החברה	5.87	החברה מחזיקה ב- 83.33% מהון הפרויקט
הלוואת בעל שליטה	3.38	ראה תנאי הלוואה לעיל
יתרה	2.49	

כאמור, בחודש אפריל 2020 תוקן ההסכם עם בעל השליטה על פיו החוב אליו יפרע בכפוף לצרכי התזרים של החברה. התניה זו צפויה להיות לא אפקטיבית עם אישור ההסדר. חלק החברה המוצג בטבלה לעיל בסך של כ- 2.49 מיליון דולר מתייחס למצב ככל וההסדר יאושר.

4.4 פרויקט סרפסייד

4.4.1 תיאור הפרויקט

פרויקט סרפסייד, הינו פרויקט נדל"ן אשר נכלל בתחום פעילות הייזום. לפרטים נוספים על הפרויקט, שיעור האחזקה בפרויקט ותוכניות החברה בקשר אליו, ראה סעיף 2.3.2.3 לעיל.

כאמור בסעיף 2.4, לאור משבר הקורונה פועלת חברת הפרויקט, בהסכמת הבנק המלווה בפרויקט, להשכרה של מספר דירות בפרויקט לתקופה של עד שנה, במקביל למאמצי המכירה, וזאת על מנת להגדיל את הגמישות הפיננסית בפרויקט לאור התפתחות המשבר ולאפשר הכנסה מדמי שכירות כדי לסייע במימון ההוצאות השוטפות של הפרויקט.

4.4.2 מבנה הון ושווי נכסי נקי

על פי שמאות לחודש מרץ 2020, נאמד שווי ההון של הפרויקט כולו בכ- 207 מיליון דולר. להערכת החברה, בהסתמך על מכתב שהתקבל מהשמאי, שווי זה לא צפוי להשתנות ליום 30 ביוני 2020 (השווי בדוחות הכספיים ליום 31 במרץ 2020 של פרויקט זה, המוצג כמילאי עסקי, מסתכם לכ- 200 מיליון דולר).



למימון פרויקט זה, נתקבלו הלוואות כדלקמן:

- הלוואה בנקאית בסך של כ- 40 מיליון דולר. הלוואה זו מובטחת במשכנתא ראשונה על הזכויות בפרויקט ובערבות החברה.
- הלוואה מעזבון המנוח תמיר ספיר ז"ל (הקשור לבעל השליטה) בסך של 50 מיליון דולר. הלוואה זו נושאת ריבית בשיעור של ליבור + 4.5% לפירעון עד ליום 30 ביוני 2021. הלוואה זו, ביחד עם הלוואה הבנקאית לעיל, מובטחות במשכנתא ראשונה על הזכויות בפרויקט, כאשר הלוואה זו מצויה של מלווה משני ביחס להלוואה הבנקאית. הלוואה זו מובטחת בערבות החברה.
- הלוואה מרוכשי דירות ממשפחת בעל השליטה בהיקף של כ- 11.8 מיליון דולר נושאות ריבית בשיעור ליבור + 4.5%. ההלוואות ניתנו במקביל לעסקאות לרכישת דירות בפרויקט על ידי המלווה והלווה תקזז את הקרן והריבית שנצברה מיתרת התשלום של הרוכשות במועד סגירת עסקאות המכר של הדירות.
- מסגרת אשראי שהעמיד בעל השליטה בסך של כ- 3.4 מיליון דולר למימון צרכיה השוטפים של חברת הפרויקט. ההלוואה נושאת ריבית ליבור + 4.5% ועומדת לפירעון במרץ 2021. נכון למועד חוות דעת זו, מנוצל סך של כ-1.75 מיליון דולר ממסגרת זו.

השווי הנכסי הנקי של חברת הפרויקט הינו כדלקמן:

טבלה 5: ערך נכסי נקי סרפטייד (מיליוני דולר ארה"ב)

תיאור	ערך	ביאור
שווי הוגן לפי שמאות	207	שמאות לחודש מרץ 2020 (נתקבל מכתב No change מהשמאי לחודש יוני 2020)
חוב בנקאי בכיר	40	
חוב עזבון המנוח (בעל שליטה)	50	מובטח במשכנתא על הנכס, משני לחוב הבנק, ראה לעיל
חוב משפחת בעל השליטה	11.8	יפרע באמצעות קיזוז מיתרת התשלום על דירות בפרויקט
מסגרת אשראי מבעל השליטה	1.75	מתוך מסגרת אשראי בסך של 3.4 מיליון דולר. יתרה לניצול בסך של כ- 1.65 מיליון דולר.
שווי חברת הפרויקט, נטו	103.45	
חלק החברה	64.65	החברה מחזיקה בשרשור 62.5% מהזכויות בפרויקט
הלוואה לחברה מבעל השליטה (1)	32	הלוואה מעזבון המנוח, מובטחת בחלק החברה בזכויות הפרויקט

(1) במסגרת ביצוע פירעון מוקדם מלא של קרן אגרות החוב סדרה ד', העמיד עזבון המנוח לחברה הלוואה בסך של 32 מיליון דולר. הלוואה נושאת ריבית בשיעור של 6.94% ועומדת לפירעון ביום 30 באפריל 2021. הלוואה מובטחת בשעבוד של 75% מזכויות ההון וההצבעה בחברת הפרויקט (62.5% חלק החברה ו- 12.5% חלק בעל השליטה). הלוואה מובטחת גם בערבותם של חברת האחזקה המחזיקה בחברת הפרויקט ושל בעל השליטה, אשר העניק גם ערבות Bad Boy למלווה. החברה התחייבה לשפות את בעל השליטה בגין ערבויות אלו.



4.5 מלון נומו

4.5.1 תיאור המלון

מלון נומו, נכלל בתחום פעילות המלונאות. לפרטים נוספים על המלון, שיעור האחזקה ותוכניות החברה בקשר אליו, ראה סעיפים 2.3.3 ו-2.4 לעיל.

4.5.2 מבנה הון ושווי נכסי נקי

על פי שמאות לחודש מרץ 2020, נאמד שווי ההון של המלון כולו בכ- 204.3 מיליון דולר. להערכת החברה השווי ליום 30 ביוני 2020, צפוי לרדת בכ- 5 מיליון דולר.

למימון המלון, נתקבלו הלוואות כדלקמן:

- הלוואה מגוף בנקאי העומדת על סך של כ- 114.4 מיליון דולר המובטחת בשעבוד ראשון על הנכס (מתוך מסגרת של 115 מיליון דולר).
- הלוואה מעזבון המנוח תמיר ספיר ז"ל (הקשור לבעל השליטה) העומדת בסמוך לחוות דעת זו על סך של כ- 83.6 מיליון דולר; קרן כ- 73.3 מיליון דולר וריבית צבורה בסך של כ- 10.3 מיליון דולר (להלן בסעיף זה "**הלוואת עזבון המנוח**"). הלוואת עזבון המנוח נושאת ריבית בשיעור ליבור + 6.95%. מועד פירעון הלוואה המקורי הינו ביום 9 ינואר 2022, בכפוף לשתי אופציות להאריך את ההלוואה בשנה לכל אופציה. הריבית נצברת לחוב שיישא ריבית דריבית לפי חישוב חודשי. ההלוואה מובטחת בזכויות הלוואה בחברה המחזיקה בנכס, בנחיתות לשעבוד הראשון של החוב הבכיר מהגוף הבנקאי. סך של כ- 62.9 מיליון דולר (כ- 60 מיליון דולר קרן וכ- 2.9 מיליון דולר ריבית צבורה) מתוך הלוואת עזבון המנוח נחות לאג"ח יח'.

השווי הנכסי הנקי של חברת המלון הינו כדלקמן:

טבלה 6: ערך נכסי נקי סרפסייד (מיליוני דולר ארה"ב)

תיאור	ערך	ביאור
שווי הוגן לפי הערכה	200	כאמור השמאות לחודש מרץ 2020 נקבה בשווי של 204.3 מיליון דולר
חוב בנקאי בכיר	114.4	
הלוואת עזבון המנוח (בעל שליטה)	83.6	כ- 62.9 מיליון דולר מתוך סכום זה כאמור נחות לחוב החברה לאג"ח יח'
שווי חברת המלון, נטו	2	
חלק החברה	2	החברה מחזיקה בשרשור 99% מהזכויות בחברת המלון
הלוואה נחותה למחזיקי אג"ח יח'	62.9	הלוואת עזבון המנוח – החלק הנחות



5. התחייבויות החברה

5.1 אגרות חוב סדרה יח'

בחודש מרץ 2017, הנפיקה החברה את אג"ח יח', אשר נכון למועד חוות דעת זו, לאחר הרחבות שבוצעו שהאחרונה שבהם בחודש ינואר 2020, מגיעה לסך כולל של 150 מיליוני ש"ח ע.נ.

על פי תנאי שטר הנאמנות, אג"ח יח' עומדות לפירעון בשני תשלומים שנתיים שווים ביום 15 ביולי של כל אחת מהשנים 2021 ו-2022 ונושאות ריבית שקלית שנתית נקובה בשיעור של 4.8%, המשולמת מדי חצי שנה (התשלום האחרון בוצע ב-15 ביולי 2020).

יתרת החוב למחזיקי אג"ח יח' (ערך פארי) מסתכמת, בסמוך למועד חוות דעת זו, כולל ריבית צבורה בסך של כ-0.5 מיליוני ש"ח, לסך כולל של כ-150.5 מיליוני ש"ח.

למחזיקי אג"ח יח' קיים שעבוד על המניות שמחזיקה החברה בחברות האחזקות שמחזיקות בשרשור במלון נומו. כמו כן, סך של כ-63 מיליון דולר מתוך הלוואה שהעמיד עזבון המנוח (בעל השליטה) לחברת המלון נחות למחזיקי אג"ח יח'. לפרטים נוספים ראה סעיף 4.5 לעיל.

5.2 הלוואות מתאגידים בנקאיים

למעט הלוואות שהעמידו תאגידים בנקאיים לחברת פרויקט/נכס המוחזקות בשרשור על ידי החברה, אין לחברה הלוואות מתאגידים בנקאיים ברמת הסולו. ההלוואות מתאגידים בנקאיים מובטחות בשעבודים על הזכויות בנכסים.

להלן פירוט ההלוואות מהתאגידים הבנקאיים:

טבלה 7: ריכוז הלוואות מתאגידים בנקאיים (מיליוני דולר)

החברה הלווה	סכום (100%)	סכום (לפי חלק החברה)	פרטים בסעיף
מדיסון 218	10.25	8.5	4.3
סרפסייד	40	25	4.4
מלון נומו	114.4	113.3	4.5
סה"כ	164.65	146.8	

החברה ערבה על מלוא היקף (100%) ההלוואות הבנקאיות שהתקבלו בפרויקט מדיסון 218 וסרפסייד.

ההלוואה הבנקאית בפרויקט סרפסייד הינה חלק מהלוואה למימון בניית הפרויקט בהיקף כולל של כ-90 מיליון דולר. יתרת ה-50 מיליון דולר מעבר להלוואה הבנקאית הועמדה על ידי עזבון תמיר ספיר ז"ל (הקשור לבעל השליטה). החברה ערבה על מלוא הלוואת הבנייה לפרויקט סרפסייד (90 מיליון דולר).



5.3 הלוואות מבעל השליטה, גופים קשורים אליו ובני משפחתו

מקור מימון עיקרי של פעילות החברה, הן ברמת הפרויקטים/הנכסים והן ברמת החברה הינו הלוואות ומסגרות אשראי שהעמידו בעל השליטה, משפחתו ועזבון המנוח תמיר ספיר ז"ל (להלן בסעיף זה ביחד "בעל השליטה"), המסתכמים להיקף של כ- 206.35 מיליוני דולר; כ- 151.95 מיליון דולר לחברות פרויקט/נכס וכ- 54.4 מיליון דולר לחברה והכל כמפורט להלן.

5.3.1 הלוואות בעל השליטה לחברות פרויקט/נכס

הלוואות בעל השליטה וגופים קשורים אליו לחברות הפרויקט/נכס מסתכמות בכ- 151.95 מיליוני דולר, כדלקמן:

טבלה 8: ריכוז הלוואות בעל השליטה לחברות פרויקט/נכס (מיליוני דולר)

החברה הלווה	סכום (100%)	פרטים בסעיף	הערות
מיאמי 18	1.4	4.2	מתוך מסגרת אשראי בסך של 3.8 מיליון דולר. דהיינו, 2.4 מיליון דולר טרם נוצלו.
מדיסון 218	3.38	4.3	
סרפסייד	63.55	4.4	מתוך סכום זה, סך של 50 מיליון דולר מובטחים בערבות החברה. קיימת יתרה נוספת לניצול של כ- 1.65 מיליון דולר מתוך מסגרת אשראי.
מלון נומו	83.6	4.5	מתוך סך זה, כ- 62.9 מיליון דולר נחות לחוב החברה לאג"ח יח'
סה"כ	151.95		

5.3.2 הלוואות בעל השליטה לחברה

הלוואות בעל השליטה לחברה מסתכמות בכ- 54.4 מיליון דולר כדלקמן:

טבלה 9: ריכוז הלוואות בעל השליטה לחברות פרויקט/נכס (מיליוני דולר)

הערות	פרטים בסעיף	סכום (100%)	הלוואה המובטחת בפרויקט סרפסייד
	4.4.2	32	
(1)		5	הלוואה סולו
(2)		1	הלוואה סולו
		38	סה"כ הלוואות למועד חוות הדעת
(3)		14	התחייבות להעמדת הלוואה נוספת
(4)		2.4	השלמת מסגרת אשראי לחברות אחזקות בפרויקט מיאמי 18
		16.4	סה"כ התחייבות להעמדת הלוואות נוספות
		54.4	סה"כ הלוואות

(1) הלוואה נושאת ריבית בשיעור אג"ח ממשלת ארה"ב ומועד פרעונה המקורי היה ב 30 ביולי 2020. לאור הנחת הלוואה זו לאג"ח יח', נדחה מועד הפירעון ליום 16 ביולי 2022.



בהתאם להסדר המוצע, הלוואה זו תמשיך להיות מונחתת לאג"ח יח' כך שמועד פרעונה ידחה לאחר פירעון מלוא החוב לסדרה יח' על פי לוח הסילוקין החדש הקבוע בהסדר.

(2) הלוואה נושאת ריבית בשיעור אג"ח ממשלת ארה"ב ומועד פרעונה הינו ב 30 בנובמבר 2020.

(3) בעל השליטה התחייב להעמיד לצרכי תזרים ושירות החוב של החברה וחברות בקבוצה במהלך שנת 2021 מסגרת אשראי של עד 14 מיליון דולר, נושאת ריבית אג"ח ממשלת ארה"ב. מועד הפירעון של הלוואה הינו 15 באוגוסט 2022, דהיינו לאחר הפירעון המלא של אג"ח יח' בהתאם ללוח הסילוקין הנוכחי (טרם ההסדר).

בהתאם להסדר המוצע, אפשרות נטילת הלוואות מכוח מסגרת האשראי תוקדם לשנת 2020. סך של כ- 8.3 מיליון דולר מתוך הלוואה זו, ישמש לפירעון המוקדם החלקי של אג"ח יח' על פי ההסדר המוצע. על פי ההסדר הלוואה זו תהיה נחותה לאג"ח יח' ומועד פרעונה יהיה לאחר פירעון מלוא החוב לסדרה יח' על פי לוח הסילוקין החדש הקבוע בהסדר.

(4) מסגרת אשראי ע"ס 3.8 מיליון דולר שהעמיד בעל השליטה לחברת האחזקות המחזיקה בפרויקט מיאמי 18 לצרכי תזרים ושירות החוב של החברה וחברות בקבוצה במהלך שנת 2020. נכון למועד דוח זה נוצל 1.4 מיליון דולר והיתרה לניצול הינה 2.4 מיליון דולר. הלוואה נושאת ריבית של אג"ח ממשלת ארה"ב ומועד פרעונה בינואר 2022.

5.4 סה"כ התחייבויות החברה

היקף החוב בחברה סולו, בסמוך למועד חוות הדעת, מסתכם לכ- 98.7 מיליוני דולר, מתוכם כ- 16.4 מיליון דולר הינם התחייבויות של בעל השליטה להעמדת הלוואות נוספות. כ- 150.5 מיליוני ש"ח (כ- 44.3 מיליוני דולר) מתוך סכום זה הינם חובות למחזיקי אג"ח יח'.

טבלה 10: היקף חוב החברה (מיליוני דולר ארה"ב)

היקף חוב החברה	מ' דולר	סעיף
אג"ח יח'	44.3	5.1
הלוואות בעל השליטה	54.4	5.3.2
סה"כ התחייבויות החברה	98.7	

בנוסף לכך, קיימות התחייבויות נוספות בחברות הפרויקט/נכס לתאגידים בנקאיים ולבעל השליטה בהיקף של כ- 300.4 מיליון דולר, כמפורט לעיל בסעיפים 5.2 ו- 5.3.1.



6. שווי נכסי נקי של החברה

6.1 שווי נכסי נקי (NAV)

שווי הנכסי הנקי (NAV) של החברה, טרום ביצוע ההסדר **ותחת הנחת "העסק החי"**, מסתכם לשווי שלילי של כ- 6.8 מיליוני דולר ובהתחשב בהלוואות הנחותות של בעל השליטה לכ- 75.1 מיליון דולר, כדלקמן:

טבלה 11: שווי נכסי נקי (NAV) (מיליוני דולר)

הערות	פרטים בסעיף	חלק החברה	
פריקט מיאמי 18, נטו מחוב	4.2.2	12.4	
פריקט מדיסון 281, נטו מחוב	4.3.2	2.49	
פריקט סרפסייד, נטו מחוב	4.4.2	64.65	
מלון נומו, נטו מחוב	4.5.2	2.0	
סה"כ פרויקטים/נכסים, נטו מחוב		81.5	
סכומים לקבל מבעל השליטה	5.3.2	16.4	התחייבות להזרמה של 14 + 2.4 מ' דולר
מזומנים		1.5	
סה"כ נכסים		99.4	
התחייבויות החברה (סולו)	5.4	98.7	
סיכום - עודף נכסים על התחייבויות		0.7	
הוצאות מטה		7.5	מכפיל 5 על עלות מטה של 1.5 מ' דולר לשנה
שווי נכסי נקי		-6.8	
הלוואות בעל שליטה נחותות לאג"ח יח'		81.9	62.9 מ' דולר במלון נומו ו 14+5 מ' דולר בסולו
שווי נכסי נקי לאג"ח יח'		75.1	

מהטבלה לעיל עולות הנקודות הבאות:

- שווי נכסי החברה, נטו, מוערכים בעיקרם על בסיס שמאויית המניחות את המשכיות פעילות החברה תחת הנחת ה"עסק החי".
- ה NAV של החברה, המביא בחשבון את מלוא ההתחייבויות לבעל השליטה הינו שלילי ומגיע לסך של כ- (6.8) מיליון דולר.
- בהתחשב בהלוואות הנחותות למחזיקי אגרות החוב שהעמיד בעל השליטה לחברה, ה NAV עבור מחזיקי אגרות החוב הינו חיובי בהיקף של כ- 75.1 מיליון דולר.



7. הצעת הסדר מטעם החברה

7.1 עיקרי הצעת הסדר החברה²

כפי שפורט לעיל בסעיף 2.5, ביום 10 באוגוסט 2020, פרסמה החברה דוח מידי בן פירטה את היערכותה לעמידה בהתחייבויותיה לאור העדר בלימת המגיפה ואי הוודאות בדבר מועד היציאה מהמשבר, בשים לב לתשלומי אגרות החוב (סדרה י"ח) של החברה הצפויים בעוד 12 ו-24 חודשים³.

דוח מידי זה כלל, בין השאר, התייחסות לכך כי דירקטוריון החברה החליט לפעול לדחייה של מועדי תשלום קרן אגרות החוב הצפויים בעוד 12 ו-24 חודשים, החלים בימים 15 ביולי 2021 ו-15 ביולי 2022, בהתאמה, במקביל לביצוע פדיון מוקדם חלקי של אגרות חוב בשיעור מסוים אשר יפחית את היקף ההתחייבות של החברה כלפי מחזיקי אגרות החוב ("הצעת הסדר החברה").

להלן עיקרי הצעת הסדר החברה:

1. החברה תבצע פידיון מוקדם חלקי של אג"ח יח' בהיקף של 28 מיליון ש"ח ע.נ. ("הפידיון המוקדם החלקי"), בתמורה לערך ההתחייבותי (פארי) של אגרות החוב הנפדות בפידיון המוקדם החלקי. החברה תממן את הפידיון המוקדם החלקי באמצעות הקדמת הזרמת הלוואה שיעמיד בעל השליטה לחברה בהתאם להתחייבויותיו הקיימות טרום הצעת הסדר החברה בהיקף של כ- 14 מיליון דולר.
2. ההזרמה כאמור בסעיף 1 לעיל, ביחד עם הזרמה קודמת בהיקף של כ- 5 מיליון דולר תהיינה נחותות לאגרות החוב ומועד פרעונן יהיה לאחר פרעון מלוא חוב האג"ח.
3. עדכון לוח הסילוקין של יתרת הקרן הבלתי מסולקת של אגרות החוב (122 מיליון ש"ח ע.נ.), לאחר ביצוע הפדיון המוקדם החלקי, באופן שאגרות החוב תעמודנה לפירעון (קרן) בשמונה (8) תשלומים לא שווים, הכוללים שישה תשלומים חצי-שנתיים ביום 15 בינואר וביום 15 ביולי של כל אחת מהשנים 2021 עד 2023 (כולל) ושני תשלומים שנתיים ביום 15 ביולי של כל אחת מהשנים 2024 עד 2025 (כולל), באופן שששת התשלומים הראשונים יהוו כל אחד 1.5% מערך הנקוב של קרן אגרות החוב והתשלום השביעי והשמיני יהוו כל אחד 45.50% מערך הנקוב של קרן אגרות החוב.

² סעיף זה כולל רק את עיקרי הצעת הסדר החברה. יש לקרוא את הצעת הסדר החברה במלואה כפי שפורסמה במא"ה ובמגנ"א. בכל מקרה של סתירה בין עיקרי הצעת הסדר החברה בפרק זה להצעת ההסדר המלאה כפי שפורסמה, הצעת ההסדר המלאה גוברת.
³ <https://mayafiles.tase.co.il/rpdf/1313001-1314000/P1313940-00.pdf>



טבלה 12: לוח הסיילוקין החדש של אג"ח יח' במסגרת הצעת הסדר החברה:

מספר תשלום	מועד הפדיון	שיעור פדיון הקרן במונחי הסדרה המקורית	שיעור פדיון הקרן לאחר עדכון לוח הסיילוקין	סכום הערך הנקוב (קרן בלבד) שנפדה (קרן בלבד)
פדיון מוקדם חלקי	סמוך לאחר אישור הצעת הסדר החברה	18.67%	---	28,000,000
1	15/01/2021	1.22%	1.50%	1,830,000
2	15/07/2021	1.22%	1.50%	1,830,000
3	15/01/2022	1.22%	1.50%	1,830,000
4	15/07/2022	1.22%	1.50%	1,830,000
5	15/01/2023	1.22%	1.50%	1,830,000
6	15/07/2023	1.22%	1.50%	1,830,000
7	15/07/2024	37.01%	45.50%	55,510,000
8	15/07/2025	37.01%	45.50%	55,510,000
סה"כ	---	100.00%	100.00%	150,000,000

4. תוספת ריבית למחזיקי אגרות החוב בשיעור של 1.2%, בגין התקופה שתחל במועד תשלום הפדיון המוקדם החלקי (כהגדרתו בסעיף 5.1 לעיל) ועד למועד הפירעון הסופי של אגרות החוב. קרי, הריבית הנקובה בגין אגרות החוב תעמוד על 6%.
5. החברה תפקיד כל אחד מבין ששת תשלומי הקרן הראשונים של אגרות החוב (אשר נפרעים בימים 15 בינואר ו-15 ביולי של כל אחת מהשנים 2021, 2022 ו-2023) בשיעור של 1.5% מערך הנקוב של קרן אגרות החוב כל אחד, בחשבון הנאמנות אשר מנוהל על ידי הנאמן, לפחות 6 חודשים לפני הגיע מועד פירעונו של התשלום הרלבנטי.
6. עדכון חלופת ההיוון הקבועה בסעיף 33.8(3) לשטר הנאמנות, באופן שהיוון יתרת תזרים המזומנים הצפוי של אגרות החוב העומדות לפירעון מוקדם (הקרן והריבית), עד למועד הפדיון לרבות ריבית פיגורים (ככל שתהיה) עד למועד הפירעון המקורי של אגרות החוב, יבוצע לפי תשואת האג"ח הממשלתי (כהגדרתה בסעיף 33.8 לשטר הנאמנות) בתוספת 4% בחישוב שנתי, חלף 2% בחישוב שנתי.



7.2 ניתוח הצעת הסדר החברה

7.2.1 ניתוח עיקרי ההסדר

הצעת ההסדר אינה כוללת "תספורת" למחזיקי אגרות החוב

הצעת ההסדר אינה כוללת כאמור "תספורת" למחזיקי אגרות החוב אלא פריסה בלבד של לוח הסילוקין. במסגרת פריסה זו, קיימת הקדמה של כ- 28 מיליון ש"ח לתשלום בעת השלמת ההסדר אשר ישולמו בהתאם לערכם ההתחייבותי וללא קנס פירעון מוקדם הקבוע היום בשטר הנאמנות.

תוספת ריבית

במסגרת הצעת ההסדר מציעה החברה תוספת ריבית של 1.2% לשיעור הריבית הנקובה (4.8 אחוז), כך ששיעור הריבית החדש על אג"ח יח' יעמוד על 6% בשנה.

הקטנת הקנס בעת ביצוע פדיון מוקדם

במסגרת הצעת ההסדר מציעה החברה לתקן את נוסחת הפדיון המוקדם היזום על ידי החברה בשטר הנאמנות של אג"ח יח', כך שיחושב בתוספת של 4% חלף 2% מעל תשואת אג"ח ממשלתית. המשמעות, ככל שהחברה תבחר לבצע פדיון מוקדם בעתיד הינה הקטנה משמעותית של קנס הפירעון המוקדם.

הזרמות מבעל השליטה

במסגרת הצעת ההסדר יקדים בעל השליטה אפשרות נטילת הלוואות מכוח מסגרת אשראי שהעמיד לחברה בהיקף של כ- 14 מיליון דולר בשנת 2020, חלף אפשרות נטילת הלוואות בשנת 2021. הזרמה זו תשמש בין היתר לביצוע הפדיון המוקדם בהיקף של כ- 8 מיליון דולר וכן כמקור לצרכים התזרימיים האחרים של החברה.

הזרמה זו ביחד עם הזרמה קודמת בהיקף של כ- 5 מיליון דולר תהיינה נחותות לאגרות החוב ומועד פירעון יהיה לאחר פירעון מלוא חוב האג"ח.

7.2.2 היתכנות התקיימות הצעת ההסדר

לצורך בחינת ההיתכנות של ההסדר המוצע, שאינו כולל "תספורת" אך כולל פריסה מחדש של חוב האג"ח, בחנתי את תזרים המזומנים החזוי, בהתבסס על נתונים שהציגה החברה כדלקמן:



טבלה 13: תורים המזומנים החזוי של החברה לשנים 2020-2022 (אלפי דולר)

Q4_22	Q3_22	Q2_22	Q1_22	Q4_21	Q3_21	Q2_21	Q1_21	Q4_20	01/09/20	
26,188	31,728	34,782	27,841	11,840	14,049	11,996	4,398	1,631	1,392	י.פ. מזומן
0	0	0	16,747	16,591	0	25,309	7,405	0	0	סרפטייד
0	0	0	0	0	0	13,866	0	0	0	מיאמי
0	0	0	0	0	0	0	5,522	0	0	מדיסון
0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	מלון
0	0	0	16,747	16,591	0	39,175	12,927	0	0	סה"כ ממימוש נכסים
0	0	0	0	0	0	0	0	7,597	8,803	סה"כ קוי אשראי מבעל שליטה
0	0	0	16,747	16,591	0	39,175	12,927	7,597	8,803	סה"כ מקורות
-384	-384	-2,843	-384	-380	-400	-4,364	-3,308	-3,023	-142	סה"כ שימושים ללא חוב
-210	-3,590	-210	-7,840	-210	-210	-32,758	-758	-1,807	-70	פירעון חובות לבעל שליטה
0	-1,566	0	-1,582	0	-1,599	0	-1,264	0	-8,351	פירעון חוב לבעלי אגח
-594	-5,540	-3,053	-9,806	-590	-2,209	-37,122	-5,330	-4,830	-8,563	סה"כ שימושים
25,594	26,188	31,728	34,782	27,841	11,840	14,049	11,996	4,398	1,631	י.ס. מזומן

המתזרים החזוי לעיל עלולות הנקודות הבאות:

1. על פי תוכניות החברה כל נכסיה, למעט מלון נומו, צפויים להתממש במרוצת השנים 2021-2022. התמורות ממימושים הנ"ל ביחד עם הזרמות של בעל השליטה יהוו את עיקר המקורות התזרימיים עד לסוף שנת 2022.
2. המקורות הנ"ל ישמשו את החברה למימון הפעילות השוטפת, תמיכה במלון נומו, תשלומי מיסים, תשלומים שוטפים למחזיקי אגרות החוב בהתאם ללוח הסילוקין החדש ופירעון של התחייבויות למשפחת בעל השליטה שלא הונחתו ובהתאם ללוח הסילוקין המנדטורי שלהם.
3. סה"כ התשלומים למחזיקי אגרות החוב עד לסוף שנת 2022 (קרן וריבית) צפויים להסתכם בכ- 14.4 מיליון דולר.
4. סה"כ התשלומים לבעל השליטה ומשפחתו עד לסוף שנת 2022 צפויים להסתכם בכ- 31.3 מיליון דולר נטו (47.7 מיליון דולר תשלומים בניכוי 16.4 מיליון דולר הזרמות לחברה).
5. בתום שנת 2022, יתרת ההתחייבויות למחזיקי אגרות החוב צפויה לעמוד על כ- 34 מיליון דולר לפירעון בעיקר בשנים 2024-2025. במועד זה, הנכסים שצפויים להיוותר בחברה הינו מלון נומו, הכולל חוב בכיר לתאגיד בנקאי ולבעל השליטה המסתכמים כיום לכ- 135 מיליון דולר. כמו כן, בהתחשב שבעל השליטה הנחית ודחה התחייבויות כלפיו בהיקף של כ- 19 מיליון דולר לאחר הפרעונות למחזיקי אגרות החוב, צפויה להיוותר כרית מזומנים המוערכת כיום בסך של כ- 25 מיליון דולר (אשר יכולה בין היתר לשמש להמשך התמיכה במלון נומו אף לפירעון מוקדם למחזיקי האג"ח).

במצב דברים זה, וגם אם ייתכנו סטיות מהתחזיות התזרימיות של החברה ובהינתן כי החברה תגיע להבנות עם המממן הבכיר במלון נומו, ההיתכנות שההסדר יושלם ללא "תספורת" הינה סבירה בהחלט.



8. חלופות נוספות להסדר המוצע

8.1 חלופת הפירוק

כאשר בוחנים הליך של מימוש נכסים במסגרת פירוק יש להביא בחשבון כי עסקינן בחברת אחזקות לה אחזקות בנכסים דרך שרשור של חברות בנות, נכדות, נינות וכן הלאה, הפועלות כולן בארה"ב, כאשר הנשייה של מחזיקי אגרות החוב היא בחברת האחזקות בלבד בישראל ואילו הפעילות העסקית והנכסים מבוצעת בחברות המוחזקות בשרשור.

הליך פירוק כאמור, עשוי לגרור גם הפעלה של עילות משפטיות להעמדה לפירעון מיידי של חובות למלווים בכירים בחברות בנות בכלל ובחברת מלון נומו בפרט. כפי שנמסר לנו על ידי החברה, למלווה הבכיר בחברת המלון קיימות עילות צולבות עם עילות מחזיקי אג"ח יח', כך שהעמדת החוב למחזיקי האג"ח לפירעון מיידי צפויה לגרור העמדת החוב הבכיר במלון נומו לפירעון מיידי אף הוא. במקרה כזה, צפוי למנות המלווה בחברת המלון כונס נכסים מטעמו שיפעל למימוש המלון לצורך החזרת החוב כלפיו.

הליכי פירוק גוררים לעיתים מימוש נכסים במחירי לחץ (Fire Sale), בוודאי כאשר קיימים נושים שונים ברמות בכירות שונות אשר לחלקם גם שעבודים על נכסים והזכות למינוי כונס נכסים למימושם. לאור המשבר העולמי המתחולל היום, אשר הינו, כאמור בפרק 2, בעל השפעה מהותית על תעשיית התיירות העולמית, מימוש מלון נומו צפוי להתבצע במחירי לחץ (Fire Sale) משמעותיים אף יותר מאלה המאפיינים הליכי פירוק "רגילים". כך גם פרויקט סרפסייד אשר פונה כולו לפלח דירות היוקרה, עשוי לספוג ירידת מחיר משמעותית יותר.

אומדן התמורה בחלופת הפירוק עבור מחזיקי אגרות החוב הינו אומדן מימוש נכסי ספיר, נטו מהתחייבויות בכירות ו/או קודמות ברמת חברות הבת בשרשור, ובניכוי אומדן התקורות הנדרשות במהלך תקופת הפירוק וכן אומדן עלויות הפירוק. יתרת התזרים, נטו, אמורה לשמש לפירעון אגרות החוב של החברה.

אנו מעריכים כי בחלופת הפירוק יתכן ותפקע ההתחייבות של בעל השליטה להזרים לחברה את הסך של ה-14 מיליון דולר ואת ההתחייבויות להשלמת קו האשראי במיאמי 18 בסך של 2.4 מיליון דולר וקו האשראי בסרפסייד בסך של כ-1.65 מיליון דולר.

להלן אומדן ההחזר הצפוי למחזיקי אגרות החוב בחלופת הפירוק, המביאים בחשבון את פרק הזמן למימוש הנכסים, עלויות פירוק ותקורות בתקופת ההחזר.



טבלה 14: אומדן שיעור ההחזר הצפוי למחזיקי אג"ח יח' בחלופת הפירוק;

אומדן שווי נכסי החברה בפירוק	שווי מימוש מוערך בפירוק	חוב בכיר לתאגיד בנקאי	חוב בכיר לבעל השליטה	חוב נחות לבעל השליטה הערה	
מיאמי 18					
סה"כ 100%	13.3	0.0	1.4	11.9	שיעור הפחתה של 15% בשווי הנכס
חלק החברה				11.9	
מדיסון 2018					
סה"כ 100%	14.7	10.25	4.5	3.38	שיעור הפחתה של 15% בשווי הנכס
חלק החברה				3.7	
סרפסייד					
סה"כ 100%	165.6	40.0	63.6	62.1	שיעור הפחתה של 20% בשווי הנכס
חלק החברה			32	6.8	
מלון נומו					
סה"כ 100%	148.5	114	20.7	13.8	שיעור הפחתה של 25% בשווי הנכס
חלק החברה				13.7	
סה"כ שווי נכסים, נטו לפני עלויות פירוק				36.0	
אומדן עלויות פירוק				3.5	
שווי נכסים, נטו				32.5	
היקף חוב האג"ח				44.3	
שיעור החזר אג"ח				73%	

להלן ניתוח רגישות לשיעור ההחזר הצפוי כתלות בשיעור ההפחתה על מלון נומו ופרוייקט סרפסייד:

טבלה 15: ניתוח רגישות לשיעור ההחזר הצפוי לאג"ח יח'

שיעור הפחתה בשווי מלון נומו					
30.0%	27.5%	25%	22.5%	20.0%	
67%	77%	87%	96%	106%	15.0%
60%	70%	80%	90%	100%	17.5%
53%	63%	73%	83%	93%	20.0%
47%	57%	67%	77%	87%	22.5%
40%	50%	60%	70%	80%	25.0%

שיעור הפחתה בשווי פרויקט סרפסייד

מטבלת הרגישות עולה, כי החזר מלא למחזיקי האג"ח צפוי רק במידה ושיעור ההפחתה של מלון נומו יהיה נמוך מ-20% ושיעור ההפחתה של פרויקט סרפסייד יהיה נמוך מ-15%.

אנו מעריכים, בהתייחס למצב הכלכלי העולמי, כי אומדן הטווח הסביר של שיעור ההחזר למחזיקי אגרות החוב בחלופת הפירוק צפוי לנוע בין 60% ל-80%.



8.2 חלופת מכירה לצד ג'

על פי סעיף 331 (א) לחוק חדלות פירעון:

"חוות דעת המומחה תתייחס, בין השאר, לחלופות להסדר החוב המוצע ולתמורה שהיו מקבלים בעלי איגרות החוב בכל אחת מהחלופות, ובכלל זה יבחן המומחה את החלופה של פירוק החברה ואת אפשרות מכירתה או מכירת נכסיה לצד שלישי."

החברה ונכסיה נתמכים מזה תקופה ארוכה ממימון בהיקפים גדולים שהעמידו בעל השליטה ומשפחתו המסתכמים כאמור בסעיף 5.4 לכ- 208 מיליון דולר. מתוך סכום זה התחייבויות בהיקף של כ- 81.9 מיליון דולר אף הונחתו על ידי בעל השליטה לחובות החברה לאג"ח.

במצב דברים זה, אני סבור כי לא תגיע הצעה חלופית מצד ג' לרכישת החברה ו/או נכסיה ולפיכך בנסיבות אלה חלופת מכירה לצד ג' אינה ריאלית.



9. סיכום והמלצות – השוואת החלופות

ההסדר המוצע, שאינו כולל "תספורת" אלא פריסת התשלומים למחזיקי אגרות החוב, נועד בעיקר לאפשר לחברה לחצות את תקופת המשבר הכלכלי אשר פגעה בה באופן מהותי, כפי שפורט בסעיף 2.4 לעיל.

כאמור בסעיף 2.5, כפי שנמסר לח"מ מהחברה, בהיעדר הסדר החוב או פתרון חלופי דומה, צפויה החברה להיקלע לקשיים תזרימיים, מה שעלול להוביל אף להערת "עסק החי", כבר בדוחותיה הכספיים הקרובים.

מצב זה יכול להעמיד לנושי החברה עילות להעמדה לפירעון מיידי, מה שעלול להוביל להשחתת ערך מהותית לנכסי החברה.

ככל וחלילה יתרחש אירוע כזה, מחזיקי אג"ח יח', שהינם נושים מובטחים בשעבוד בדרגה שנייה על מלון נומו (שעבוד על המניות שמחזיקה החברה בחברות האחזקות הישראליות שמחזיקות בשרשור במלון), לו גם מלווים בכירים בהיקף כולל של 135 מיליון דולר, עלולים לספוג "תספורת" כזו או אחרת, באופן שלא מלוא החזר החוב יושב להם.

חלופת הפירוק עלולה לגרור "תספורת" עמוקה למחזיקי אגרות החוב. לעניין האומדן לשיעור ההחזר למחזיקי אגרות החוב במצב זה, ראה פרק 8 לעיל.

כפי שפורט בפרק 7 לעיל, גם אם ייתכנו סטיות מהתחזיות התזרימיות של החברה ובהינתן כי החברה תגיע להבנות עם המממן הבכיר במלון נומו ובהתחשב בכך שבעל השליטה הנחית חוב בהיקף של כ- 19 מיליון דולר וזחה את מועד פירעונו לאחר הפירעון המלא של אגרות החוב, ההיתכנות שההסדר יושלם ללא "תספורת" הינה סבירה בהחלט.

לאור האמור לעיל, אני בדעה כי חלופת ההסדר המוצעת עדיפה הן על המצב הקיים והן על כל חלופה אחרת רלוונטית.

10. התייחסויות נוספות

10.1 מניות שיוותרו בידי בעל שליטה

על פי סעיף 331 (ב) לחוק חדלות פירעון:

"אם בהתאם להסדר החוב המוצע יוותרו מניות בידי מי שהיו בעלי המניות של החברה ערב ההסדר, תכלול חוות דעת המומחה התייחסות גם לאלה:

(1) ערכן של המניות שיוותרו כאמור ובפרט המניות שיוותרו בידי בעל השליטה בחברה, והתמורה שייתנו בעלי המניות בעדן;

(2) האפשרות לפירעון איגרות החוב בדרך של הקצאת המניות שיוותרו כאמור לבעלי איגרות החוב או בדרך של מכירתן לצדדים שלישיים."

החברה הינה חברת פרטית שרוב מניותיה בבעלות מלאה של בעל השליטה ומשפחתו (כ-76%) והיתרה (כ-24%) בבעלות דירקטור בחברה. בהתחשב בתמיכה המסיבית של בעל השליטה ומשפחתו בחברה, בהיקף של כ-206.35 מיליון דולר, כמפורט בסעיף 8.2 ומאחר גם לא נדרשת "תספורת" סביר שהמניות יוותרו בידי בעל השליטה.

10.2 פטור לנושאי משרה ובעלי עניין

על פי סעיף 331 (ג) לחוק חדלות פירעון:

"כלל הסדר החוב המוצע הוראה ולפיה בעלי איגרות החוב או החברה יהיו מנועים מלתבוע נושא משרה בחברה, בעל עניין בה כהגדרתו בחוק החברות או אדם אחר (בסעיף קטן זה - פטור מאחריות), תכלול חוות דעת המומחה התייחסות גם לאלה."

במסגרת הצעת הסדר החברה לא מתבקש פטור מאחריות.

10.3 נושים אחרים

על פי סעיף 331 (ה) לחוק חדלות פירעון:

"היה הסדר החוב המוצע חלק מהסדר חוב בין החברה ובין נושים אחרים, תכלול חוות דעת המומחה התייחסות גם לכדאיות ההסדר לאותם נושים."

ככל הידוע לח"מ, למעט מחזיקי אגרות החוב ולבעל השליטה לחברה אין נושים אחרים מהותיים.



10.4 חלוקה שביצעה החברה

על פי סעיף 330 (3) לחוק חדלות פירעון:

"לבחון אם חלוקה שביצעה החברה בתקופה שקבע בית המשפט ושקדמה למינוי המומחה, היא חלוקה אסורה כמשמעותה בסעיף 301(ב) לחוק החברות (בסימן זה - בחינת חלוקות העבר). ממצאי הבחינה כאמור יומצאו לבית המשפט, לחברה, לנאמן איגרות החוב ולבעלי איגרות חוב לא יאוחר ממועד המצאת חוות דעת המומחה"

החברה לא חילקה דיבידנדים בארבע השנים האחרונות וממועד הנפקת אג"ח יח'.



נספח א' - קורות חיים המומחה

חוות דעת זו נערכה על ידי רו"ח יצחק (איציק) עידן ורו"ח עומר סרבינסקי.

יצחק (איציק) עידן, רו"ח, שותף מייסד של ClearStructure ואחד ממייסדי ושותף בכיר לשעבר בפירמת ראיית החשבון והיעוץ Baker Tilly Israel

יצחק (איציק) עידן, רואה חשבון מאז 1983 ובוגר החוג לחשבונאות וכלכלה באוניברסיטת תל אביב. בעל ניסיון רב שנים בליווי חברות ציבוריות, פרטיות וממשלתיות, בביקורת חיצונית, ביקורת פנימית וייעוץ כלכלי. כמו כן, משמש כמומחה בית המשפט וכיועץ כלכלי לגופים מוסדיים בהליכים שונים. בעל היכרות טובה מאוד עם שוק ההון וידע וניסיון נרחבים בנושאים חשבונאיים ופיננסיים וממשל תאגידי.

תחומי ניסיון רלוונטיים:

- בעל ניסיון ומומחיות ייחודית בתחומי חדלות הפירעון וליווי אירועי נזילות מורכבים. משמש כיועץ כלכלי למחזיקי אגרות החוב ולנאמנים ו/או כמומחה מטעם בית המשפט לליווי, ניהול ובחינה הסדרי חוב בחברות אג"ח רבות, ביניהן: דלק קבוצה, אידיבי פיתוח, אידיבי אחזקות, אפריקה השקעות, בי קומיוניקיישנס, מדלי קפיטל, אלון רבוע כחול, אלון קבוצת הדלק, קרדן NV, מירלנד פיתוח, ברוקלנד, סטרווד ווסט, פולאר השקעות, מפעלים פטרוכימיים בישראל בע"מ, גמול השקעות, א.לוי השקעות ובניין בע"מ, סנטראל יורופיאן אן.וי., אינוונטק סנטראל מלונות בע"מ, אלרן נדל"ן בע"מ, רוזבאד נדל"ן, אאורה השקעות, שפיר פרויקטים באירופה בע"מ וגרנד סנטר בע"מ, אלון קבוצת הדלק, פלאזה סנטרס NV, דורי קבוצה, קמור, אורתם סהר ועוד.
- ניסיון רב שנים כשותף ביקורת וכמבקר פנימי במספר רב של חברות ציבוריות, ופרטיות, ביניהן החברות הציבוריות: שירותי בנק אוטומטיים (שב"א), לסיכו בע"מ, לודן הנדסה בע"מ, חילן, אחים יעקובי, אפיק 1 (מקבוצת אינטו). ניסיון כרואה חשבון מבקר במספר משרדי ממשלה שונים בהם משרד ראש הממשלה, משרד הבינוי והשיכון ומשרד הכלכלה.
- ניסיון רב כיועץ של החשב הכללי במשרד האוצר (החשכ"ל) בתחומי פעילות שונים של החשכ"ל, לרבות בטיפול בדוחות הכספיים המאוחדים של ממשלת ישראל וכיועץ של משרד האנרגיה בנושאי מאגרי הגז ובכל הקשור להמלצות של "ועדת ששינסקי".
- משמש כעד מומחה בבתי משפט כלכלי וחדלות פירעון בתיקים רבים.
- ניסיון כדירקטור במספר חברות ציבוריות, בין השאר כדירקטור בלתי תלוי בשופרסל, כיו"ר הדירקטוריון של סולומון אחזקות וכדירקטור בקופות הגמל של יובנק.
- ניסיון כמפקח של שותפות הגז "הזדמנות ישראלית", בעבודה מול בעלי היחידות מהציבור וחברי ועדת הביקורת הבלתי תלויה של השותפות.



נספח ב' – על הפירמה

ClearStructure

ClearStructure הינה פירמת מומחים בתחום ה Corporate finance.

תחומי ההתמחות שלנו מגוונים וכוללים בין היתר: הערכות שווי חברות, הערכות שווי מכשירים פיננסיים מורכבים, חוות דעת ומתן עדות כמומחים בבית משפט, ליווי וייעוץ בהליכי חדלות פירעון והסדרי חוב, תוכניות עסקיות, מבחני יכולת פירעון/חלוקה, מימון פרויקטים ומחקר ופיתוח של מודלים וטכנולוגיה מתחום מימון החברות.

הצוות שלנו מורכב מאנשי מקצוע בכירים, מדיסיפלינות מקצועיות שונות וניסיון רב שנים, המהווים ביחד גב איכותי ומקצועי בתחומי הכלכלה והמימון ועם הבנה חשבונאית מעמיקה.

אנחנו משרתים מגוון רחב של לקוחות שנע מחברות סטארט אפ בשלב הרעיון ועד חברות ציבוריות בינלאומיות, בנקים וחברות ביטוח מישראל, ארה"ב, קנדה, אוסטרליה וגרמניה.

לפירמה שתי שותפויות אסטרטגיות למתן שירותים בארצות אירופה דוברות הגרמנית:

- financial risk fitness GmbH – במסגרת שיתוף הפעולה אנו מעניקים שירותי ייעוץ ואנליזה מורכבת בנושאי סיכונים נזילות עבור בנקים גרמנים ואוסטרים.
- TA Partners (TAP), במסגרת שיתוף הפעולה, בין השאר, אנו מעניקים שירותי ייעוץ וידע לחברות גרמניות פרטיות ו/או ציבוריות בתחומי ה- quantitative finance ובניתוח ושיערוך של מכשירים נגזרים פיננסיים מורכבים.

תחומי פעילות עיקריים

- **הסדרי חוב וחדלות פירעון** - הצוות שלנו הינו מהמובילים והמנוסים בארץ בתחומי ייעוץ כלכלי, פיננסי, חשבונאי בהליכי חדלות פירעון ושונים והסדרי חוב של חברות ציבוריות ופרטיות. צברנו ידע וניסיון ייחודיים בתפקידנו כמומחים כלכליים הממונים על ידי בתי המשפט וכיועצים כלכליים לגופים מוסדיים במסגרת הסדרי חוב, בחברות אג"ח.

במהלך העשור האחרון ליווינו ומלווים את רובם המכריע של הסדר החוב והליכי חדלות הפירעון של חברות ציבוריות בישראל, בין השאר: דלק קבוצה, אי.די.בי, אפריקה ישראל, בי קומיוניקיישנס (החברה המחזיקה בבזק), מפעלים פטרוכימיים, אלון רבוע כחול, אלון קבוצת הדלק, קרדן, מירלנד, פולאר, מטומי ואחרות.

בעשור האחרון, חברות "אמריקאיות" רבות, לרוב באמצעות התאגדות בחברת BVI גילו את שוק האג"ח בישראל וגייסו חוב בהיקפים של עשרות מיליארדי ש. חברות אלה מאופיינות במבנים מימוניים מורכבים: ריבוי חברות מוחזקות, הלוואות בדרגות שונות, שותפים ועוד.

במסגרת הליכי חדלות הפירעון/הסדר החוב של ברוקלנד אפריל, סטרווד ווסט, מדלי קפיטל (אשר היוו את הרוב המכריע של הליכים מסוג זה של חברות "אמריקאיות" בישראל עד כה), הצוות של קליר סטרוקצ'ר העניק ייעוץ וליווי כלכלי למחזיקי אגרות החוב וצבר ניסיון ייחודי בהתמודדות עם הבעיות המאפיינות מורכבות משפטית מימונית בינלאומית.

אנו בעלי יכולות מוכחות וטרק רקורד עשיר בביצוע וכתובה של חוות דעת מומחה, ניתוח מבנה ההון והחוב, הערכות שווי, תכנון ומידול פתרונות פיננסיים, ניהול מו"מ עם בעלי שליטה, גופים מממנים, ספקים ומנהלים. אנו גאים ביכולתנו לעבוד בסביבות עבודה משתנות ולהתאים את גישתנו לסביבה עוינת או ידידותית ולנקוט גישה פרו אקטיבית בהתאם לסיטואציה ולתוצאה הרצויה.



- **גז טבעי ונפט** - חברי הצוות שלנו בעלי הכרות מעמיקה בתחום הנפט והגז בישראל, כולל ניסיון בהערכות שווי של נכסי גז ונפט, בהם פרויקטי תמר ולוויתן, נכסי נפט וגז בחו"ל, וכן ניסיון ביעוץ כלכלי ועסקי בתחומי הרגולציה בקשר עם פעילות בתום הגז והנפט וידע כלכלי ועסקי ביישומי גז ונפט, כגון הגז הטבעי החדוס וכו'.
- **מימון פרויקטים (Project finance) ומודלים של PPP** - הצוות שלנו בעל ניסיון ורב בליווי תהליכים המידול והמימון של חלק מהפרויקטי התשתיות הגדולים בישראל בהם, מתקן טיפול השפכים של איזור גוש גן (איגודן - השפד"ן), מתקן ההתפלה בפלמחים, בית החולים באשדוד וכן ליווי הגופים העירוניים עיריית בת-ים, עיריית אילת, מועצה אזורית בני-שמעון, מועצה אזורית ברנר, עיריית תל-אביב - אחוזת החוף, עיריית רמת-השרון ומועצה אזורית מטה יהודה.
- ניסיוננו כולל ניתוחים טכנו-כלכליים של מתקני תשתית הנדסיים, לרבות מתקני טיפול באשפה, תחנות מעבר ומתקני טיפול בשפכים; הכנת פרוגרמות כלכליות לתוכניות מתאר (ניתוח ביקושים וצרכים לפי שימושים והשוואים של השימושים השונים), הכנת תוכנית עסקיות להגדלת ההכנסות של רשויות מקומיות, ליווי התקשרויות של רשויות מקומיות וחברות כלכליות עם יזמים לצרכי פיתוח משותף (עסקאות קומבינציה, שותפות עסקית); הכנת מודל מימון למתקני תשתית שבבעלות רשויות מקומיות וניתוחי כדאיות ההקמה וליווי כלכלי של רשויות מקומיות מול משרד הפנים בנושאי מענקי איזון וועדות גבולות וחלוקת הכנסות..
- **רגולציה** - ייעוץ כלכלי וניתוח של השפעות הרגולציה בפעילות במשק הישראלי, כגורם מיעץ למדינה ולגופים פרטיים. בין השאר צוותינו השתתף בפרויקטים בתחומי הבנייה, הבורסה ליהלומים, משאבי טבע, פיקוח מחירים טיהור שפכים ועוד. הצוות הינו בעל ניסיון רק בכתיבת ניירות עמדה ובהצגה בפני גורמי הרגולציה הרלוונטיים.
- **תוכניות עסקיות** - אנחנו מלווים את הלקוחות שלנו בבניית תוכניות עסקיות ובחינת כדאיות כלכלית של פרויקטים משלב הרעיון, דרך שלב האיפיון והתכנון ועד לשלב הביצוע.
- בעת שנדרש, אנו בוחנים את הישימות בגיוס משקיעים ו/או קבלת מימון חיצוני באלטרנטיבות השונות - מגופים פרטיים ועד השוק הציבורי, לרבות סיוע עם המבנה המימוני ובמו"מ עם הגורמים הרלוונטיים.
- הצוות שלנו מיומן בניתוח שווקים וגיאוגרפיות, אפיון והגדרת מודלים עסקיים, בניית תחזיות פיננסיות, הכנת תוכניות עסקיות עבור הקמה ו/או רכישה של חברות, פרויקטים או פעילויות, בדיקות היתכנות כלכליות, הכנת פרוגרמות כלכליות לתוכניות מתאר ובנייה ועוד.
- **הערכת שווי חברות** בתעשיות שונות ולצרכים שונים (חשבונאי, משפטי, מיסוי וליווי עסקאות)
- **חוות דעת ועד מומחה בבתי משפט** כלכליים ושל חדלות פירעון - שותפי הפירמה משמשים כמומחים בבתי משפט והינם בעלי ניסיון רב בכתיבת חוות דעת מומחה להליכים שונים כגון: סכסוכים כלכליים, ניתוח וליווי הליכי חדלות פירעון ועוד. אנו מלווים את עורכי הדין בתכנון הפן הכלכלי של התיק ומסייעים בהכנה וניתוח של הטיעונים הכלכליים העיקריים.
- **הערכות שווי של מכשירי הון וחוב מורכבים וסיכונים אשראי**, הכוללים חובות המירים, מניות תלויות ביצועים, מניות בכורה, אופציות תלויות ביצועים, מניות וירטואליות, אופציות לעובדים ואחרים.
- ביצענו מאות רבות של ניתוחים שונים של מכשירים פיננסיים מורכבים ופשוטים עבור חברות פרטיות וציבוריות מהארץ ומהעולם.
- **מחקר ופיתוח (R&D)** - חברת הבת ClearStructure Labs פועלת בביצוע של מחקר יישומי בתחומי ה Corporate finance ומתמקדת בפיתוח של מודלים פיננסיים כמותיים וטכנולוגיות נלוות.