**שלב א: הערכת תזרים פסימית-ריאלית מפרויקטים בישראל**

הערכת התזרים מבוצעת בתצורה פסימית-ריאלית. מיצוע על פני ריבוי פרויקטים ייתן הערכה שמרנית בצורה קיצונית.

**פטרה:**

**התחלה / צפי התחלה**: הסתיימה בנייה

**הון עצמי**: 4.1M ש"ח

**שלבים/יחידות דיור**: 1/28

**צפי רווחים**: 3M ש"ח

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| 06/2011 | 05/2011 | 12/2011 |
| 18 | 13 | 9 |

**מכירות**:

**סיום / צפי סיום**: חברה - Q4/2012 //// שלנו – Q2/2013

**שיעבוד**: אג 1

**הערות**: הפרויקט הסתיים וקצב המכירות גבוה במיוחד של 5 יחידות בחודשיים. ניתן בוודאות גדולה להניח שב-9 חודשים יימכר כל המלאי. בשוק הקיים ניתן להניח גם בסבירות גבוהה מאוד שצפי הרווחים יישמר. בפרויקט היו גם 250 מ"ר של שטחים מסחריים שנמכרו.

**סיכום**: תזרים של 7M ש"ח, 7M ש"ח קיימים בכל מצב משועבדים לאג 1.

**אטלנטיס:**

**התחלה / צפי התחלה**: Q2/2013

**הון עצמי**: 6M ש"ח

**שלבים/יחידות דיור**: 4/29

**צפי רווחים**: 17M ש"ח

**מכירות**: 1 יחידה.

**סיום / צפי סיום**: חברה - Q2/2016 //// שלנו – מוותרים על הפרויקט

**שיעבוד**: אגח ה

**הערות**: הפרויקט יתחיל בעתיד הרחוק. לא ברור מה יהייה עתידו. לצורך שמרנות נאפס את תרומתו.

**סיכום**: תזרים של 0M ש"ח, 0M ש"ח תרומה לאגח ה.

**מונטיפיורי:**

**התחלה / צפי התחלה**: הסתיימה בנייה

**הון עצמי**: לא רלוונטי

**שלבים/יחידות דיור**: לא רלוונטי

**צפי רווחים**: לא רלוונטי

**מכירות**: כל הפרויקט למעט 1 יחידה.

**סיום / צפי סיום**: שלנו – Q3/2012

**שיעבוד**: אגח ה

**הערות**: הפרויקט הסתיים ונמכר כמעט במלואו (כולל יחידות מסחריות). העודפים כבר ידועים.

**סיכום**: תזרים של 9.4M ש"ח, 9.4M ש"ח קיימים בכל מצב, משועבדים לאגח ה.

**רוטשילד:**

**התחלה / צפי התחלה**: הסתיימה בנייה

**הון עצמי**: לא רלוונטי

**שלבים/יחידות דיור**: לא רלוונטי

**צפי רווחים**: לא רלוונטי

**מכירות**: כל הפרויקט למעט 2 יחידות.

**סיום / צפי סיום**: שלנו – Q4/2012

**שיעבוד**: אגח ה

**הערות**: הפרויקט הסתיים ונמכר במלואו (כולל יחידות מסחריות). העודפים כבר ידועים.

**סיכום**: תזרים של 10.1M ש"ח, 10.1M ש"ח קיימים בכל מצב, משועבדים לאגח ה.

**פיכמן:**

**התחלה / צפי התחלה**: Q1/2013

**הון עצמי**: זניח

**שלבים/יחידות דיור**: 2/124

**צפי רווחים**: 3M ש"ח

**מכירות**: אין.

**סיום / צפי סיום**: חברה – Q4/2015 //// שלנו – מוותרים על הפרויקט

**שיעבוד**: אגח ה

**הערות**: הפרויקט יתחיל בעתיד הרחוק. לא ברור מה יהייה עתידו. לצורך שמרנות נאפס את תרומתו.

**סיכום**: תזרים של 0M ש"ח, 0M ש"ח תרומה לאגח ה.

**גולדה מאיר:**

**התחלה / צפי התחלה**: לא ברור

**הון עצמי**: 11M ש"ח (כנראה)

**שלבים/יחידות דיור**: 1/92

**צפי רווחים**: לא ברור

**מכירות**: אין.

**סיום / צפי סיום**: לא ברור – מוותרים על הפרויקט

**הערות**: הפרויקט יתחיל בעתיד הרחוק. לא ברור מה יהייה עתידו. לצורך שמרנות נאפס את תרומתו.

**סיכום**: תזרים של 0M ש"ח.

**ברקת:**

**התחלה / צפי התחלה**: Q2/2013

**הון עצמי**: 5M ש"ח

**שלבים/יחידות דיור**: 1/80 (מתוכם כ-53 של החברה)

**צפי רווחים**: 15M ש"ח

**צפי עלות כוללת (ללא ניהול)**: 70M ש"ח

**מכירות**: אין מכירות.

**סיום / צפי סיום**: חברה – Q3/2015 //// שלנו – Q2/2016

**שיעבוד**: אגח ו

**הערות**: הפרויקט יתחיל בעתיד הרחוק. עם זאת, החברה ביצעה קונסולידצייה של מספר שטחים באמצעות קנייה ממספר בעלים והגיעה להסכמות עם דיירים אחרים בשטח (במסגרת עיסקת קומבינצייה). כיוון שכל הבירוקרטייה הושלמה (הכל מהון עצמי לעת עתה), נחתם הסכם לווי לפרויקט והעודפים הצפויים בו (רווח+הון עצמי) גבוהים מאוד (כ-29%), ניתן בביטחון גבוה להניח שגם בשוק רע מאוד (30% ירידה הדרגתית במחירים ע"פ 4 שנים == 15% ירידה ממוצעת במחיר מכירה) עדיין מתקבל עודפים של 10M ש"ח. נניח שכולם מתקבלים בסיום הפרויקט.

**סיכום**: תזרים של 10M ש"ח, 10M ש"ח משועבדים לאגח ו ומתקבלים ב-Q2/2016.

**פנחס איילון:**

**התחלה / צפי התחלה**: Q4/2012

**הון עצמי**: 7M ש"ח

**שלבים/יחידות דיור**: 1/66 (מתוכם כ-12 של החברה)

**צפי רווחים**: 4M ש"ח

**צפי עלות כוללת (ללא ניהול)**: 54M ש"ח

**מכירות**: אין מכירות.

**סיום / צפי סיום**: חברה – Q4/2014 //// שלנו – Q2/2015

**שיעבוד**: אגח ו

**הערות**: הפרויקט כבר החל בשיווק ובביצוע. התכנון בתחילה היה לרווח גבוה בהרבה (כיאה לעיסקאות קומבינצייה מסובכות), אך בדיעבד העלויות עלו והצפי לעודפים (רווח+הון עצמי) ירד (לכ-20%). כיוון שהמצב בשוק כיום הוא טוב, ניתן להניח כי אם השוק יורע בהמשך, נצפה בירידות של עד 20% בשנתיים (20% ירידה הדרגתית במחירים ע"פ שנתיים == 10% ירידה ממוצעת במחיר מכירה) ובמקרה זה עדיין מתקבל עודפים של 6M ש"ח. נניח שכולם מתקבלים בסיום הפרויקט.

**סיכום**: תזרים של 6M ש"ח, 6M ש"ח משועבדים לאגח ו ומתקבלים ב-Q2/2015.

**פרדס חנה (מגדלים):**

**התחלה / צפי התחלה**: Q3/2012

**הון עצמי**: 13M ש"ח

**שלבים/יחידות דיור**: 1/46, 2/48, ??/3, ??/4 (סה"כ 142 עם אופצייה להרחבה ל-210)

**צפי רווחים**: 30M ש"ח

**צפי עלות כוללת (ללא ניהול)**: 140M ש"ח

**מכירות**: בחודשיים נמכרו בשלב א – 30 דירות ובשלב ב – 4 דירות.

**סיום / צפי סיום**: חברה – Q4/2014 (שלב א), Q4/2015 (שלב ד) //// שלנו – Q2/2015 (שלב א), Q2/2016 (שלב ד)

**שיעבוד**: רווחים בלבד אחרי מס - אג 1 (31.5%), אגח ה,ו (6.25% כל אחד)

**הערות**: הפרויקט מכר 30 יחידות משלב א, 4 יחידות משלב ב, כל זאת **בחודשיים(!!)**. בקצב מכירות כזה בתקופה כמו היום כמעט ומבטיח השלמת מכירה של הפרויקט כולו (שלבים ג,ד מתוכננים כבר להתחיל ולהיבנות – עקב כמות המכירות הגבוהה). גם אם יונח שייבנו רק 142 יחידות (כתיכנון המקורי), ניתן להניח שהרווח יהייה לפחות כפי שצפוי, שכן הנתונים (מכירה של 30% מפרויקט בחודשיים – לפני התחלת בנייה) מצביעים על סבירות גדולה להעלאת מחירים בהמשך. עם זאת, לצורך שמרנות, נחתוך את הרווח לחצי (16M ש"ח ברוטו – 12M ש"ח נטו).

**סיכום**: תזרים כולל של 25M ש"ח כמתואר:

1. 3.5M ש"ח משועבדים לאג 1 ומתקבלים ב-Q2/2015.
2. 0.7M ש"ח משועבדים לאגח ה ומתקבלים ב-Q2/2015.
3. 0.7M ש"ח משועבדים לאגח ו ומתקבלים ב-Q2/2015.
4. 7.5M ש"ח חופשיים ומתקבלים ב-Q2/2015.
5. 3.5M ש"ח משועבדים לאג 1 ומתקבלים ב-Q2/2016.
6. 0.8M ש"ח משועבדים לאגח ה ומתקבלים ב-Q2/2016.
7. 0.8M ש"ח משועבדים לאגח ו ומתקבלים ב-Q2/2016.
8. 7.5M ש"ח חופשיים ומתקבלים ב-Q2/2016.

**פרדס חנה (קוטגים):**

**התחלה / צפי התחלה**: לא ברור

**הון עצמי**: 9.6M ש"ח

**שלבים/יחידות דיור**: 52 בכ-8 מנות.

**צפי רווחים**: לא רלוונטי

**מכירות**: לא רלוונטי.

**סיום / צפי סיום**: לא ברור - מוותרים על הפרויקט

**שיעבוד**: אגח ו

**הערות**: הפרויקט יתחיל בעתיד הרחוק במועד לא ברור. לצורך שמרנות נאפס את תרומתו.

**סיכום**: תזרים של 0M ש"ח, 0M ש"ח תרומה לאגח ו.

**רמלה -מצליח:**

**התחלה / צפי התחלה**: הסתיימה בנייה

**הון עצמי**: לא רלוונטי

**שלבים/יחידות דיור**: לא רלוונטי

**צפי רווחים**: לא רלוונטי

**מכירות**: כל הפרויקט למעט 1 יחידה.

**סיום / צפי סיום**: שלנו – Q3/2012

**שיעבוד**: אגח ו

**הערות**: הפרויקט הסתיים ונמכר כמעט במלואו. העודפים כבר ידועים.

**סיכום**: תזרים של 11.1M ש"ח, 11.1M ש"ח קיימים בכל מצב, משועבדים לאגח ו.

**רמלה-מצליח (2):**

**התחלה / צפי התחלה**: Q4/2012

**הון עצמי**: 12.5M ש"ח

**שלבים/יחידות דיור**: 1/38, 2/38

**צפי רווחים**: 12M ש"ח

**צפי עלות כוללת (ללא ניהול)**: 64M ש"ח

**מכירות**: החל במכירות – אין נתוני מכירה.

**סיום / צפי סיום**: חברה – Q3/2014 (שלב א), Q3/2015 (שלב ב) //// שלנו – Q2/2015 (שלב א), Q2/2016 (שלב ב)

**שיעבוד**: רווחים בלבד - אג 1 (31.5%), אגח ה,ו (6.25% כל אחד)

**הערות**: הפרויקט הוא פרויקט המשך לפרויקט מאוד מצליח, אך נמצא בתחילת דרכו. מכיוון שהפרויקט הראשון היה מאוד מוצלח ומכיוון שהפרויקט הקיים כבר מתחיל במכירות, ניתן להניח כי מחיר המכירה של הדירות לא ירד ביותר מ-7% מההערכה הראשונית (15% ירידה על תקופה של שנתיים וחצי). לצורך שמרנות, נניח ירידה של 10% במחיר מכירה שגורר רווחים ברוטו של כ-6M ש"ח, לכן רווחים נטו של כ-4.5M ש"ח (עודף של כ-16.5M ש"ח). אני מניח קבלה של הכספים בשתי מנות (בהתאם לשלבי הפרויקט).

**סיכום**: תזרים כולל של 16.5M ש"ח כמתואר:

1. 0.7M ש"ח משועבדים לאג 1 ומתקבלים ב-Q2/2015.
2. 0.1M ש"ח משועבדים לאגח ה ומתקבלים ב-Q2/2015.
3. 0.1M ש"ח משועבדים לאגח ו ומתקבלים ב-Q2/2015.
4. 7.2M ש"ח חופשיים ומתקבלים ב-Q2/2015.
5. 0.7M ש"ח משועבדים לאג 1 ומתקבלים ב-Q2/2016.
6. 0.2M ש"ח משועבדים לאגח ה ומתקבלים ב-Q2/2016.
7. 0.2M ש"ח משועבדים לאגח ו ומתקבלים ב-Q2/2016.
8. 7.3M ש"ח חופשיים ומתקבלים ב-Q2/2016.

**יהוד-High (2):**

**התחלה / צפי התחלה**: שלב א – Q1/2012, שלב ב - Q2/2012, שלב ג - ???

**הון עצמי**: 43M ש"ח

**שלבים/יחידות דיור**: 1/84, 2,3/124 (סה"כ ישנם 258 דירות אך חלקן מיועד לדיירים המקוריים)

**צפי רווחים**: 41.7M ש"ח

**צפי עלות כוללת (ללא ניהול)**: 281M ש"ח

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| 06/2011 | 05/2011 | 12/2011 | שלב |
| 77 | 62 | 54 | א |
| 7 | 0 | 0 | ב |
| 0 | 0 | 0 | ג |

**מכירות**:

**סיום / צפי סיום**: חברה – Q4/2013 (שלב א) , Q3/2014 (שלב ב) , Q2/2015 (שלב ג) //// שלנו – [[1]](#footnote-2)Q2/2013 (שלב א), Q2/2014[[2]](#footnote-3) (שלב ב), Q2/2015[[3]](#footnote-4) (שלב ג)

**שיעבוד**: רווחים בלבד - אג 1 (31.5%), אגח ה,ו (6.25% כל אחד)

**הערות**: כחצי מהפרויקט נמכר ע"פ צפי המחירים המקורי. הפרויקט מוכר בקצב של כ-25 יחידות דיור ברבעון. בקצב מכירות כזה, מכירת כל הפרויקט תיסגר תוך כשנה וחצי. במשך תקופה של שנה וחצי לא צפוי שינויים מהותיים המחירי הדיור. לצורך שמרנות, נניח ירידה הדרגתית של 20% (על חצי מהפרויקט) בתקופה ולכן גוזר ירידת מחיר מכירה ממוצע שמרני של כ-5%. כלומר, בהנחה שמרנית, צפוי רווח של כ-29M ש"ח ברוטו שזה בערך 22M ש"ח נטו (עודף של כ-65M ש"ח). הבנייה מבוצעת בשלושה שלבים (לא זהים). מפאת גודל הפרויקט, נניח 1/3 חוזר ב-Q2/2013, 1/3 חוזר ב-Q2/2014, ו-1/3 חוזר ב-Q2/2015. **יש לשים לב שה-1/3 הראשון כבר נמצא בקופת החברה!!**

**סיכום**: תזרים כולל של 65M ש"ח כמתואר:

1. 2.3M ש"ח משועבדים לאג 1 ומתקבלים ב-Q2/2013.
2. 0.5M ש"ח משועבדים לאגח ה ומתקבלים ב-Q2/2013.
3. 0.5M ש"ח משועבדים לאגח ו ומתקבלים ב-Q2/2013.
4. 18.3M ש"ח חופשיים ומתקבלים ב-Q2/2013.
5. 2.3M ש"ח משועבדים לאג 1 ומתקבלים ב-Q2/2015.
6. 0.5M ש"ח משועבדים לאגח ה ומתקבלים ב-Q2/2015.
7. 0.5M ש"ח משועבדים לאגח ו ומתקבלים ב-Q2/2015.
8. 18.4M ש"ח חופשיים ומתקבלים ב-Q2/2015.
9. 2.3M ש"ח משועבדים לאג 1 ומתקבלים ב-Q2/2016.
10. 0.5M ש"ח משועבדים לאגח ה ומתקבלים ב-Q2/2016.
11. 0.5M ש"ח משועבדים לאגח ו ומתקבלים ב-Q2/2016.
12. 18.4M ש"ח חופשיים ומתקבלים ב-Q2/2016.

**שלב ב: תזרים (ודאי) מול חובות**

ראשית – מספר הערות:

1. יש לשים לב שעקב ריבוי הפרויקטים, הערכת תזרים "פסימית-ריאלית" לכל פרויקט יוצרת **הערכת תזרים כללית כמעט ודאית** (כפי שנותח מתימטית ב-post כתשובה ל-yrnkrn). האמת כנראה תהייה הרבה יותר טובה. במילים אחרות, **זוהי טבלת התזרים הוודאי וסביר שמייצגת סנאריו לא ריאלי בשליליותו**.
2. התזרים מניח כי **אין מימוש בטוחות בחו"ל** (עבור אג 1).
3. **תזרים שכבר קיים בקופה יסומן בצבע אדום.**
4. אאורה בשלב זה סיימה את כל השקעות ההון העצמי שלה ואינה משקיעה יותר הון עצמי בפרויקטים בישראל (ניתן לראות זאת בדוח רבעון ראשון עמ 14).
5. כל שנה מייצגת את המצב רגע לפני התשלום באוגוסט (הנה"כ הוא רציף אך לצורך פשטות הוצג כהצטברות מהתשלום הקודם).
6. ע"פ אאורה, הוצאותיה על נדלן בחו"ל הן כמליון ש"ח ברבעון (ניתן לראות זאת בדוח רבעון ראשון עמ 14).
7. כל ההנה"כ בארץ מבוצע ברמה של אאורה ישראל ומשויך לפרויקטים.

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **2020** | **2019** | **2018** | **2017** | **2016** | **2015** | **2014** | **2013** | **2012** | **פרויקט** |
|  |  |  |  |  |  |  | 1.5 משועבד 1 | 5.5 משועבד 1 | פטרה |
|  |  |  |  |  |  |  | 1.3 משועבד ה | 8.4 משועבד ה | מונטיפיורי |
|  |  |  |  |  |  |  | 0.4 משועבד ה | 9.7 משועבד ה | רוטשילד |
|  |  |  |  | 10.0 משועבד ו |  |  |  |  | ברקת |
|  |  |  |  |  | 6.0 משועבד ו |  |  |  | פנחס-אילון |
|  |  |  |  | 3.5 משועבד 1 | 3.5 משועבד 1 |  |  |  | פרדס חנה - מגדלים |
| 0.8 משועבד ה | 0.7 משועבד ה |
| 0.8 משועבד ו | 0.7 משועבד ו |
| 7.5 חפשי | 7.5 חפשי |
|  |  |  |  |  |  |  |  | 11.1 משועבד ו | רמלה-מצליח |
|  |  |  |  | 0.7 משועבד 1 | 0.7 משועבד 1 |  |  |  | רמלה-מצליח(2) |
| 0.2 משועבד ה | 0.1 משועבד ה |
| 0.2 משועבד ו | 0.1 משועבד ו |
| 7.3 חפשי | 7.2 חפשי |
|  |  |  |  |  | 2.3 משועבד 1 | 2.3 משועבד 1 | 2.3 משועבד 1 |  | יהוד-High(2) |
| 0.5 משועבד ה | 0.5 משועבד ה | 0.5 משועבד ה |
| 0.5 משועבד ו | 0.5 משועבד ו | 0.5 משועבד ו |
| 18.3 חפשי | 18.3 חפשי | 18.3 חפשי |
|  |  |  |  |  |  |  |  | 2.4 חפשי | עודפי מזומן |
| 3.5 ריבית | 3.5 ריבית | 8.0 קרן  3.0 ריבית | 5.5 קרן  3.0 ריבית | 5.5 קרן  2.5 ריבית | 5.5 קרן  2.5 ריבית | 5.0 קרן  2.0 ריבית | 5.0 קרן  2.0 ריבית | 5.0 קרן  1.0 ריבית | אג 1 |
|  |  |  | 15.0 קרן  1.5 ריבית | 14.5 קרן  2.5 ריבית | 14.0 קרן  3.0 ריבית | 4.0 ריבית | 3.5 ריבית | 13.0 קרן  6.0 ריבית | אגח ה |
|  | 15.0 קרן  2.5 ריבית | 14.5 קרן  2.5 ריבית | 14.0 קרן  3.5 ריבית | 13.5 קרן  4.0 ריבית | 13.0 קרן  4.0 ריבית | 4.0 ריבית | 3.5 ריבית | 9.0 ריבית | אגח ו |
| 4.0 | 4.0 | 4.0 | 4.0 | 4.0 | 4.0 | 4.0 | 4.0 | 1.0 | הנה"כ |

טבלאות תזרים מצטברת, רגע לפני התשלום ורגע אחרי התשלום בחלוקה לשנים:

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 2020 | | 2019 | | 2018 | | 2017 | | 2016 | | 2015 | | 2014 | | 2013 | | 2012 | |  | |
| אחרי | לפני | אחרי | לפני | אחרי | לפני | אחרי | לפני | אחרי | לפני | אחרי | לפני | אחרי | לפני | אחרי | לפני | אחרי | לפני | מיועד | |
|  |  |  |  |  |  |  |  | 1.7- | 4.2 | 0 | 6.5 | 0 | 2.3 | 0 | 3.8 | 0.0 | 5.5 | אג 1 | זכות |
|  |  |  |  |  |  |  |  | 13.9- | 1.0 | 0 | 1.3 | 0 | 0.5 | 0 | 2.2 | 0.0 | 18.1 | אגח ה |
|  |  |  |  |  |  |  |  | 4.4- | 11.0 | 0 | 7.3 | 0 | 0.5 | 0 | 2.6 | 2.1 | 11.1 | אגח ו |
|  |  |  |  |  |  |  |  | 0 | 14.8 | 13.6 | 44.5 | 11.5 | 27.2 | 8.9 | 18.3 | 0.0 | 2.4 | חופשי |
|  |  |  |  |  |  |  |  |  | 8.0 |  | 8.0 |  | 7.0 |  | 7.0 |  | 6.0 | אג 1 | חובה |
|  |  |  |  |  |  |  |  |  | 17.0 |  | 17.0 |  | 4.0 |  | 3.5 |  | 19.0 | אגח ה |
|  |  |  |  |  |  |  |  |  | 17.5 |  | 17.0 |  | 4.0 |  | 3.5 |  | 9.0 | אגח ו |
|  |  |  |  |  |  |  |  |  | 4.0 |  | 4.0 |  | 4.0 |  | 4.0 |  | 1.0 | חופשי |

**מסקנות (במקרה הגרוע ביותר שמוצג לעיל):**

1. החברה לא עומדת בתזרים בשנת 2016.
2. עד שנת 2015 כולל התקבל ע"י מחזיקי אג 1, **28M ש"ח קרן וריבית** (אם נקנה אחרי התשלום ב-2012, אזי **22M ש"ח קרן וריבית**).
3. מחזיקי אג 1 **מחזיקים ברגע הנפילה, עודפים מנדלן יזמי בישראל על סך של 4.2M ש"ח** (רווחים בלבד – ללא הון).
4. מחזיקי אג 1 **קיבלו על בסיס שיעבודים מנדל"ן בישראל סך כולל של 18.1M** (רווחים בלבד – ללא הון).
5. החברה מחזיקה הון חופשי מזומן של 14.8M ש"ח.
6. **מחזיקי אג1 שקנו את האג לאחר התשלום של 2012 קיבלו בוודאות כמעט מוחלטת 23 אג לע.נ. אג1 עד 2015 כולל.**

**שלב ג: בטוחות לאג 1 בהנחת כשל תזרימי כמתואר**

ראשית – מספר הערות:

1. המצב המתואר להלן הוא המצב הגרוע ביותר שניתן לחשוב עליו (הייתי אומר – "לא ריאלי"), שבו:
   1. שוק הנדלן בארץ מתרסק בעתיד הלא מאוד רחוק (שנה-שנתיים).
   2. כל הפרויקטים הארוכים נכשלים כישלון חרוץ.
2. בטוחות למחזיקי אג 1 (רווח בלבד) שכבר התקבלו מנדלן יזמי בארץ: 18.1M ש"ח (כולל 5.5M ש"ח ב-2012(.
3. בטוחות למחזיקי אג 1 שמוחזקות ע"י החברה מנדל"ן יזמי בארץ: 4.2M ש"ח.
4. תשלומים ששולמו בפועל למחזיקי אג 1: 22.0M ש"ח.
5. כגזירה מ-(2) עד (4), **קיימים לזכות מחזיקי אג 1, 0.3M ש"ח בטוחות שלא שולמו מנדל"ן יזמי**.
6. שיערוך פסימי-ריאלי של בטוחות שאינן קשורות לפרויקטים בארץ (**ולכן בטוחות שאינן קשורות לתזרים**):
   1. **נכס מניב ארה"ב: 4.5M ש"ח**.
   2. **נכסים מניבים רומנייה: 13.0M ש"ח**.
   3. **נדלן יזמי רומנייה: 9.0M ש"ח**.
7. יש לשים לב שעקב ריבוי המקורות הבלתי תלויים (4 מקורות), הערכת תזרים "פסימית-ריאלית" לכל מקור יוצרת **הערכת מקורות כללית כמעט ודאית** (כפי שנותח מתימטית ב-post כתשובה ל-yrnkrn).
8. נכס נוסף שמשועבד למחזיקי אג 1 הוא הון עצמי מקובע מראש לפרויקטי נדל"ן בישראל על סך 18M ש"ח שנותן **שיעבוד בשווי ודאי של 5.6M ש"ח**.
9. הכשל התזרימי (שאנו מניחים) קורה באוגוסט שנת 2016. כלומר, 4 שנות פעילות אשר בגינה נגבים דמי ניהול הנגרעים מהבטוחות, כלומר, **שיעבוד שלילי על סך -12M ש"ח.**

**מסקנות (במקרה הגרוע ביותר שמוצג לעיל):**

1. מחזיקי אג1 שקנו את האג לאחר התשלום של 2012 קיבלו 23 אג לע.נ. על בסיס תזרים עד 2015.
2. **מחזיקי אג1 שקנו את האג לאחר התשלום של 2012 יקבלו (בנוסף על מה שהתקבל) בוודאות כמעט מוחלטת:**
   1. **נדל"ן בארץ: 0.3M ש"ח**.
   2. **נדל"ן חו"ל: 26.5M ש"ח**.
   3. **הון עצמי נדל"ן בארץ**: **5.6M ש"ח**.
   4. **דמי ניהול**: **: -12.0M ש"ח**.
   5. **סה"כ 26.5M ש"ח בבטוחות, השקולים ל-28 אג לע.נ. אג1.**
3. **מחזיקי אג1 שקנו את האג לאחר התשלום של 2012 יקבלו בוודאות כמעט מוחלטת:**
   1. **23 אג לע.נ. אג1 עד 2015 כולל.**
   2. **51 אג לע.נ. אג1 עד 2018 כולל.**

**שלב ד: הון חופשי נותר לאג1 (בכשל תזרימי) לאחר מימוש בטוחות**

ראשית – מספר הערות:

1. המצב המתואר להלן הוא המצב הגרוע ביותר שניתן לחשוב עליו (הייתי אומר – "לא ריאלי"), שבו:
   1. שוק הנדלן בארץ מתרסק בעתיד הלא מאוד רחוק (שנה-שנתיים).
   2. כל הפרויקטים הארוכים נכשלים כישלון חרוץ.
2. במקרה המתואר, כל הפרויקטים אינם שווים דבר (המשועבדים והחופשיים) וכל שנותר הוא לחלק את המזומן החופשי פרו-רטה בין בעלי החוב.
3. מצבת החובות (לאחר שכל סידרה קיבלה את המזומן המשוייך לה בשיעבוד פרטי) באוגוסט 2016 היא:
   1. 100M ש"ח אג 1 (כולל ריבית נצברת). יצויין כי זכות ההמרה הכפוייה לחברה מתקבלת בשנת 2020 ולכן אינה תקפה.
   2. 44M ש"ח אגח ה.
   3. 45M ש"ח אגח ו.
   4. פרזיטים+חובות קדימה – נניח 5.8M ש"ח.
4. במקרה המתואר, סה"כ כסף חופשי בקופה (ע"פ שלב ב) - 14.8M ש"ח.

**מסקנות (במקרה הגרוע ביותר שמוצג לעיל):**

1. מחזיקי אג1 שקנו את האג לאחר התשלום של 2012 קיבלו 23 אג לע.נ. על בסיס תזרים עד 2015 ועוד 28 אג לע.נ על בסיס בטוחות עד 2018.
2. **מחזיקי אג1 שקנו את האג לאחר התשלום של 2012 יקבלו בוודאות (בנוסף על מה שהתקבל) כמעט מוחלטת את חלקם בהון החופשי פרו-רטה (לאחר קדימה) כ-5 אג נוספות לע.נ. אג1.**
3. **מחזיקי אג1 שקנו את האג לאחר התשלום של 2012 יקבלו בוודאות כמעט מוחלטת:**
   1. **23 אג לע.נ. אג1 עד 2015 כולל.**
   2. **51 אג לע.נ. אג1 עד 2018 כולל.**
   3. **56 אג לע.נ. אג1 עד 2019 כולל.**

**שלב ה: מסקנות**

ראשית – מספר הערות:

1. הניתוח המוצג הוא ניתוח לא-ריאלי - הוא מחמיר מדי. אין זאת שבפרויקט בודד או מול בטוחה בודדת לא יכולות להיות תוצאות יותר רעות מן המוצג. אולם כמכלול אנו מטים חזק מאוד את כל התוצאות. מבחינה סטטיסטית הניתוח הזה שגוי לחלוטין. להערכתי, הסיכוי שהתוצאה הסופית תהייה טובה יותר גבוהה מ-99.9%.
2. הניתוח הוצג גם כהדגמה לניתוח מלא (אם גם מסודר יותר מהרגיל אצלי ועם הרבה מלל מסביר).

בשלב זה אנו אוספים את הנתונים.

1. שווי השוק של ע.נ. אאורה אג 1 הוא 26.7 אג.
2. התזרים אליו הגענו (שלפי הטענה – כל תזרים ריאלי יהייה טוב ממנו) הוא:
   1. 2013: 7.3 אג לע.נ. (צמוד מדד).
   2. 2014: 7.3 אג לע.נ. (צמוד מדד).
   3. 2015: 7.3 אג לע.נ. (צמוד מדד).
   4. 2018: 28 אג לע.נ. (נומינלי).
   5. 2019: 5 אג לע.נ. (נומינלי).
3. **התזרים המתואר גוזר תשואה מינימלית (בסנאריו לא ריאלי מתואר) של כ-23.5% נומינלי שנתי:**

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 2.5% | מדד שנתי: |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| תקופה | קופון | פרעון | תשלום ריבית | תשלום קרן | תשלום כולל |  | תשואה רצויה | | 23% | 24% | 25% | 26% | 27% |
| 1 | 2.000% | 5.26% | 2.0500 | 5.3915 | 7.442 |  |  |  | 6.050 | 6.001 | 5.953 | 5.906 | 5.859 |
| 2 | 2.000% | 5.26% | 1.9895 | 5.5230 | 7.513 |  |  |  | 4.966 | 4.886 | 4.808 | 4.732 | 4.658 |
| 3 | 2.000% | 5.26% | 1.9238 | 5.6545 | 7.578 |  |  |  | 4.072 | 3.975 | 3.880 | 3.788 | 3.700 |
| 5 | 0.000% | 29.47% | 0.0000 | 29.4700 | 29.470 |  |  |  | 10.468 | 10.052 | 9.657 | 9.280 | 8.920 |
| 6 | 0.000% | 5.26% | 0.0000 | 5.2600 | 5.260 |  |  |  | 1.519 | 1.447 | 1.379 | 1.315 | 1.254 |
|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|  |  |  |  |  |  |  |  | שער | 27.07 | 26.36 | 25.68 | 25.02 | 24.39 |

1. החברה תבקש מהבנק אישור למשוך עודפים כ-4 חודשים לפני מסירת דירות. אין סיבה שהבנק יסרב, שכן 90% מהדירות מכורות כבר היום. [↑](#footnote-ref-2)
2. אם הפרויקט יתארך, החברה תבקש מהבנק אישור למשוך עודפים מספר חודשים לפני מסירת דירות. [↑](#footnote-ref-3)
3. אם הפרויקט יתארך, החברה תבקש מהבנק אישור למשוך עודפים מספר חודשים לפני מסירת דירות. [↑](#footnote-ref-4)