



**חברת הייעוץ
MNS: התמורה
המוצעת לבעלי
האג"ח בכלל
תעשיות – הוגנת**

« שבועיים לאחר שחברת כתי"ש (כלל תעשיות) הגישה בקשה לבית המדשפט המחוזי בתל אביב לפדיון מוקדם של שלוש סדרות אג"ח שהנפיקה החברה בסכום של 1.5 מיליארד שקל, קובע שרון זאורבך, מנכ"ל חברת הייעוץ MNS, כי התמורה משקפת את שוויין ההוגן של האיגרות.

חוק הריכוזיות קובע שהתמורה בהצעה לפדיון מוקדם של אג"ח, שמטרתה צמצום קבוצה פירמית דלית לשתי שכבות, תהיה שווי השוק של האיגרות או הערך המתואם שלהן, כלומר ערכן הנקוב בתרספת הצמדה וריבית, לפי הגבוה מבין השניים. שווי השוק של כל שלוש סדרות האג"ח גבוה מהערך המתואם שלהן, וההצעה של כת"ש נוקבת מחיר שגבוה ב-4.4% עד 15.1% מעל שווי השוק. לכן קובע זאורבך, כי התמורה המוצעת בפדיון המוקדם משקפת שווי הוגן בהתאם לחוק הריכוזיות. זאורבך גם בדק אם מדי ווח הפדיון המוקדם המגורלם בהצעת כת"ש לפדיון מוקדם של שלוש הסדרות (הפער בין שיעור ההיוון השנתי המגולם בהצעה בניכוי התשואה המקבילה של אג"ח ממשלתיות בעל מח"מ דומה) הוא בטוח המקובל של מרווחי פדיון מוקדם. זאת בתשקיפים שפורסמו ב-2014 לאג"ח בעלות דירוג וחה לזו של כת"ש, A מינוס.

זאורבך מצא שמרווח הפדיון המוקדם הגלום בהדנפקות של אג"ח בדירוג A מינוס הוא 1.5%-2.0% להערכתו, הצעת כת"ש עבור פדיון מוקדם של סדרות י"ג רי"ד מגלמת מרווח שהוא בטוח הסביר, ואילו הצעתה לסדרה ט"ז משקפת מרווח נמוך יותר, ולכן טוב יותר מהטוח הסביר מבחינת בעלי האג"ח. זאורבך קובע כי מאחר שהתמורה נקבעה לפי מחיר השוק, הוא בדק את הסחירות בכל אחת משלוש הסדרות ומצא שלא מתקיים מצב שבו מחיר השוק לא מייצג שווי הוגן בשל סחירות דלה. יורם גביוון