

חוות דעת כלכלית

אמידת הנזק הכלכלי שנגרם
לבעלי מניות נורסטאר בעקבות
חלוקת דיבידנד בעין



MACRO
Financial Consulting

אפריל 2022

חוות דעת מומחה

שם המומחה : גילעד מנו

מקום עבודתו : מאקרו פיננסים בע"מ

ח.פ. 515618403

בר כוכבא 16, בני ברק, קומה 9

אני החתום מטה, גילעד מנו, נתבקשתי על ידי עורכי הדין יצחק אבירם ושחר בן מאיר, להגיש חוות דעת זו במסגרת בקשה לאישור תובענה ייצוגית כנגד המשיבה, נורסטאר החזקות אינק (להלן: "נורסטאר" או "החברה"), ונושאי המשרה, בעניין נזק שנגרם לבעלי מניות בחברה, בעקבות החלטת החברה על חלוקת 23.3 מיליון מניות גזית גלוב כדיבידנד בעין לבעלי מניות נורסטאר, וכן ביצוע פעולות נוספות בהקשר האמור, ובכלל זה הנפקת זכויות, הכל כמפורט בבקשה לאישור שהועברה לעיוני.

אין לי כל קשר או תלות בחברה או במזמיני העבודה או במי מטעמם, במישרין או בעקיפין. שכר הטרחה בגין הכנת חוות דעת זו, כפי שסוכם ביני לבין מזמיני העבודה הינו קבוע מראש ואינו מותנה במישרין או בעקיפין בהצלחת ההליך המשפטי.

אני נותן חוות דעתי זו במקום עדות בבית משפט ומצהיר כי ידוע לי היטב שלעניין הוראות החוק הפלילי בדבר עדות שקר באזהרה בבית המשפט, דין חוות דעתי זו כשהיא חתומה עלי ידי כדין עדות באזהרה שנתתי בבית המשפט.

להלן חוות דעתי.



חתימה

21.4.2022

תאריך

תוכן העניינים

1. כללי
2. רקע
3. תמצית חוות הדעת
4. מתודולוגיה בחוות הדעת
5. חקר אירוע באמצעות מודל השוק Event study - market model
6. ניתוח ביצועי המניה לאחר הדיווח ביחס למודל
7. תמחור פרמיית השליטה של נורסטאר בגזית גלוב
8. הערכת הנזק לחברי הקבוצה המיוצגת
9. מקורות מידע
10. תמצית השכלה וניסיון של הכותב

1. כללי

חוות הדעת עוסקת בבחינת שאלת קיומו וכימותו של הנזק הכלכלי, שנגרם למחזיקי מניות נורסטאר בשל החלטת דירקטוריון החברה מיום 10 באפריל 2022 על חלוקת מניות של חברת הבת, גזית גלוב בע"מ, בדרך של דיבידנד בעין, וכן הנפקת זכויות למניות לבעלי מניות החברה. (להלן: "האירוע"). על החלטה זו דיווחה החברה ביום 11 לאפריל 2022 לפני פתיחת המסחר (אסמכתא: 2022-01-046189) (להלן: "הדיווח").

הדיווח המיידני, אשר גילה לציבור המשקיעים את ההחלטות, הוא האירוע בו אנו דנים, הוביל לירידות חריפות בשווי מניית נורסטאר בבורסה, זאת כאשר החלו המשקיעים לתמחר את הנזק שנגרם לנורסטאר בעקבות החלשת השליטה של חברת נורסטאר בחברת גזית גלוב ועל פעילות דירקטוריון החברה שלא מתוך ראייה של טובת כלל בעלי המניות בחברה בדגש על בעלי מניות המיעוט, אלא למטרה האישית של בעל השליטה במסגרת מאבק על שליטה בחברה.

להלן השינויים היומיים במניית נורסטאר ביחס למדדי היחוס הרלוונטיים:

תאריך	נורסטאר	יתר	125	מניב חול	מניב ישראל	תל אביב נדלן
11/04/2022	-3.9%	-0.9%	-0.78%	-1.85%	-0.6%	-0.9%
12/04/2022	-0.4%	-0.2%	0.31%	0.34%	-0.3%	-0.1%
13/04/2022	-8.5%	-0.1%	-0.07%	-0.90%	-0.2%	-0.2%
14/04/2022	-5.3%	0.3%	0.60%	-0.79%	0.9%	0.0%

במצטבר, בארבעת ימי המסחר שאחר ההודעה צנחה מניית חברת נורסטאר במעל 17% וזאת ללא ירידה משמעותית כל כך באף אחד ממדדי הייחוס הרלוונטיים לחברה.

נורסטאר	יתר	125	מניב חול	מניב ישראל	תל אביב נדלן
-17.03%	-0.73%	0.05%	-3.18%	-0.19%	-1.23%

על פי ממצאנו, בנטרול השפעת השוק מניית נורסטאר ירדה **לפחות** 15% בעקבות האירוע.

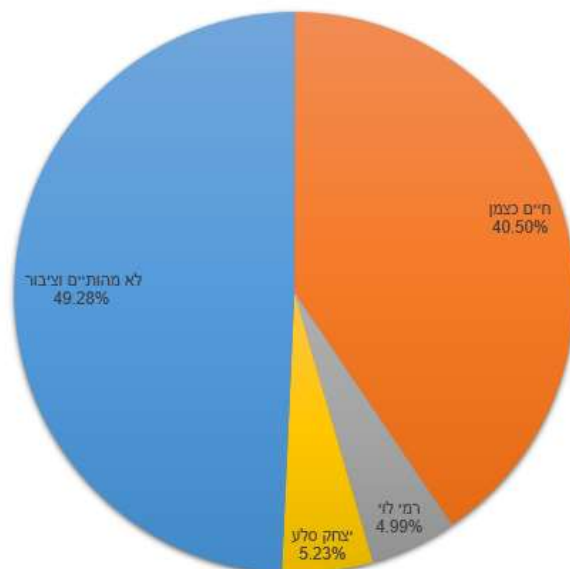
הקבוצה המיוצגת על פי בקשת האישור, הינה כלל בעלי המניות שאינם בעלי שליטה, לגבי הפגיעה בערך החברה עצמה ובערך המניה, בשל החלטת הדירקטוריון האמורה.

2. רקע

2.1 פעילותה העיקרית של חברת נורסטאר איננה. על פי דוחותיה הכספיים, הינה החזקה בגזית גלוב בע"מ (להלן: "גזית" ו/או "גלוב"), חברה ציבורית ישראלית. חברת נורסטאר מחזיקה בכ- 51.61% ממניות גזית, והיא אפוא בעלת השליטה בה.

2.2 חברת גזית דיווחה ביום 18.10.2021 על הצעת רכש מלאה למניות חברת אטריום, בה הציעה החברה לבעלי מניות מקרב הציבור פרמיה של 23.9% (אסמכתא: 2021-01-088855).

להלן מבנה האחזקות של חברת נורסטאר נכון ל 31.12.2021 :



2.3. על פי דיווח החברה מתאריך 6.1.2022 (אסמכתא : 2022-01-003472), נכון ליום 31.12.2022 החזיק מר חיים כצמן, בעל השליטה בחברה (להלן: "כצמן") כ 20% ממניות החברה באופן ישיר. בנוסף מחזיק כצמן ב- 72.8% ממניות חברת First US financial LLC המחזיקה כ- 15% נוספים בחברת נורסטאר. בנוסף Katzman Family Foundation, אשר גם היא בשליטת מר כצמן החזיקה כ- 5.7% ממניות החברה.

2.4. ביום 20.1.2022, הורד דירוג האשראי של החברה ל- Ail- בעקבות עלייה במינוף חברת הבת גזית גלוב אשר רכשה את מניות המיעוט בחברת אטריום.

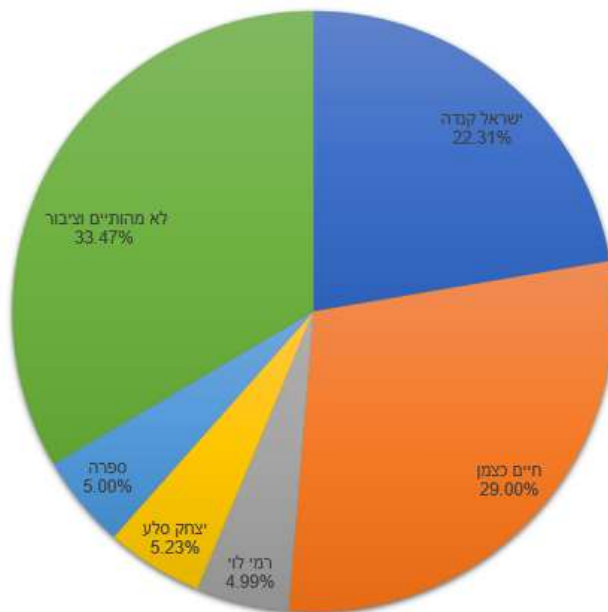
2.5. בתאריך 27.1.2022 החלה חברת "ישראל קנדה (ט.ר.) בע"מ" להיות בעלת עניין בחברה לאחר שרכשה מצדדים שלישיים כ- 10% ממניות החברה (אסמכתא : 2022-01-011037) וכ- 11% מקבוצת כצמן. במסגרת ההודעה לבורסה צוין כי אין בהסכם המכירה ליצור הסכם שליטה משותפת עם קבוצת כצמן. וכי ישראל-קנדה התחייבה בהסכם כי היא לא תחזיק במניות נורסטאר בשיעור העולה על 22.6%.

2.6. בתאריך 30.1.2022 חברת ישראל-קנדה, רכשה 410 א' מניות נוספות של החברה מקבוצת כצמן והגיעה להחזקה של 22.6% בחברה.

2.7. ביום 23.3.2022 הודיעה חברת גזית, על תוכנית רכישה עצמית של מניות ואג"ח בסכום של 250 ו- 450 מיליון ₪ בהתאמה. ובמקביל על מדיניות חלוקת דיבידנד של 1.28 ₪ למניה לשנת 2022.

2.8. בתאריך 28.3.2022 נחתם הסכם בעלי עניין בין כצמן לבין יצחק סלע אשר מחזיק ב 1.7 מיליון מניות של החברה.

להלן מבנה האחזקות בחברת נורסטאר נכון להיום :



2.9. ביום 31.3.2022 הודיעה החברה על תכנית רכישה עצמית של 2 מיליון מניות נורסטאר.

2.10. ביום 11.4.2022 הודיעה החברה בדיווח מיידי (אסמכתא : 2022-01-046192), כי ביום 10.4.2022 החליט דירקטוריון החברה על חלוקה בעין של 14% ממניות גזית גלוב ביחס של 1:0.55. החלטה זו הלכה למעשה מובילה לאובדן השליטה של חברת נורסטאר בחברת גזית גלוב ע"י הורדת האחזקה מכ 51% בגזית לכדי 37% בלבד ממניות גזית.

2.11. ביום 14.4.2022 התפרסם "דוח מיוחד – הערת מנפיק" ע"י חברת הדירוג מידרוג (להלן: "דוח מידרוג") וזאת בעקבות החלטת הדירקטוריון שהוגדרה בדוח כ"מהלכים משמעותיים בחברה אשר אינם במהלך העסקים הרגיל שלה". עוד נקבע בדוח כי "הגמישות הפיננסית של החברה תיחלש כך שבמקום מניות גזית בשיעור של כ 25% משוחררות משעבוד, יוותרו כ 11% הון המניות של גזית. בנוסף, פעולה זו מקטינה את ביצור השליטה של החברה בגזית.", וכי "אירועים נוספים בחברה הקשורים בשיעור האחזקה בגזית, עשויים להשליך על הפרופיל הפיננסי של החברה ועל ניהול עסקיה וכפועל יוצא על דירוגיה."

2.12. ביום 20.4.2022 פרסמה החברה כי בעלת המניות, חברת ישראל קטרה, פנתה לחברה ב 13.4.2022 בדרישה לגילוי מסמכים באמצעות עורכי דינה. לפניה צורף דוח של חברת "דלוייט" (כנספח 1 לפניה) שכותרתו "השלכות על סיכון האשראי של נורסטאר בעקבות החלטת הדירקטוריון" (להלן: "דוח דלוייט"). אשר מציין בין היתר כי " החברה מאבדת את פרמיית השליטה הגלומה באחזקה של מעל 50% ממניות גזית גלוב ללא תמורה" ... "הגמישות הפיננסית של החברה נפגעת." וכי "לא ברור איזו תועלת עולה לחברה אל מול עלייה משמעותית זו בסיכון."

3. תמצית חוות הדעת

אמידת הנזק בחוות דעת זו בוצעה ע"י ידי שימוש במודל Event Study, המנטרל אירועים אקסוגניים לחברה, מעבר לממצאים האמפריים על קיום הנזק, על מנת לאשרר את הממצאים לכימות הנזק, אנו מצגים גם ממצאים אקדמיים וממצאים עדכניים לכימות השווי של פרמיות שליטה נהוגות בשוק.

על פי ממצאנו, הנזק הישיר שנגרם לבעלי מניות החברה בקשר לאירוע והנובע ממנו ובנטרול השפעת השוק, מוערך על ידנו בשיעור של כ- 15% משער מניית החברה בעת האירוע.

משקיעים אשר רכשו את מניות החברה לפני ה- 11.4.2020, בדיעה כי נורסטאר אוחזת בשליטה בחברת גזית, ולא מכרו עד תאריך זה, נפגעו מאובדן השליטה לפי הערכתנו בשווי כולל של כ- 287-302 מיליון ש"ח.

נזק זה אשר אמדנו, מגלם פרמיית שליטה של כ 11% בלבד אשר נמוכה משמעותית מפרמיות שליטה אשר נהוגות בשוק הישראלי, הפער להערכתנו נובע משתי סיבות עיקריות: שמרנות הערכתנו והעובדה שלעת כתיבת חוות דעת זו לא גולם מלוא הנזק לבעלי מניות נורסטאר עקב הסיכוי לעצירת החלוקה בהליכים משפטיים שונים שייתכן ויתקיימו.

4. מתודולוגיה בחוות הדעת

4.1. בחוות דעת זו אנו בוחנים את השפעת האירוע ואת הנזק שנגרם למשקיעי מניית נורסטאר בעקבותיו, זאת באמצעות אמידת ירידת המנייה סביב הדיווח המידי מיום 11.4.2022 אודות חלוקת הדיבידנד בעין אשר מובילה לאובדן השליטה בחברת גזית גלוב.

4.2. לצורך האמור אנו משתמשים במתודולוגיה לנטרול השפעת שינויים אקסוגניים לחברה (השפעת השוק). בחרנו להשתמש במודל Event Study של מקינלי¹ אשר מקובל בספרות המקצועית לחקר השפעת אירועים.

המודל מתחלק לשלושה חלקים:

I. תקופת האמידה (estimation window) (להלן: "תקופת האמידה")² זוהי תקופה טרום האירוע שבה מבצעים הערכה של ההשפעה ה"רגילה" של השוק על ניירות הערך של החברה.

II. חלון האירוע: בחלון האירוע בודקים את הפער בין התשואה הצפויה על פי המודל לעומת השינויים בפועל. והאם השינויים בעקבות האירוע שונים באופן מובהק מהשינויים הצפויים על ידי המודל.

III. חלון "פוסט אירוע": בחינת ההשפעה המצטברת של האירוע לאחר האירוע עצמו.

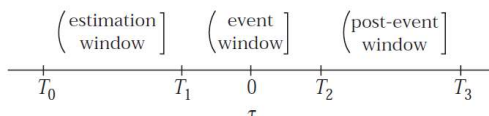


Figure 1. Time line for an event study.

¹ Event studies in economics and finance – A.craig MacKinly Journal of economic literature

על מנת למצוא את עוצמת ההשפעה של האירוע על החברה או בוחנים בכל אינטרוול זמן (יום) את הפער בין המודל לבין הביצועים בפועל של המניה:

$$\widehat{AR}_{i\tau} = R_{i\tau} - \hat{\alpha}_i - \hat{\beta}_i R_{m\tau}$$

לאחר מכן או סוכמים את הפערים הנ"ל לאורך הימים ובודקים האם הם שונים באופן מובהק מהמודל.

חישוב הפער המצטבר מהמודל:

$$C\widehat{AR}_i(\tau_1, \tau_2) = \sum_{\tau=\tau_1}^{\tau_2} \widehat{AR}_{i\tau}$$

באמצעות מבחן t המתחשב במספר האינטרוולים ובסטיית התקן המתאימה, או בודקים את רמת מובהקות הסטייה מהמודל. מבחן t הינו בדיקה סטטיסטית הבודקת עד כמה התוצאה שקיבלנו, הסטייה מהמודל הנאמד, שונה באופן מהותי ומובהק מאפס, כלומר שהתוצאה אינה מקרית. מבחן זה מתחשב בגובה התוצאה (גודל הסטייה המצטברת), בסטיית התקן, ובמספר האינטרוולים. רמת המובהקות המתקבלת מהמבחן היא למעשה ההסתברות לכך שהתוצאה שקיבלנו אינה תוצאה מקרית.

מודל האמידה: מודל האמידה בו השתמשנו הינו מודל השוק (OLS); במודל זה או מודים את שיעורי השינוי של המנייה ביחס לשיעורי השינוי של מדד הייחוס שנבחר. אמידה זו מתבצעת לפני קרות האירוע, אך סמוכה דיה על מנת להימנע משינויים במבנה החברה.

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it}$$

הגדרת האירוע: האירוע החל בתאריך 11.4.2022 וחלון האירוע לצורך אמידת השפעתו נמשך עד סיום המסחר ב 18.4.2022.

על מנת לתמחר את הנוק בעקבות האירוע יש לבדוק את הפער בין "קו המחיר" לבין "קו הערך" שנפגשו רק לאחר פרסום המידע אודות האירוע, כפי שנקבע על ידי בית המשפט העליון:

"הקו הראשון, המכונה "קו ערך" ("value line"), הנו קו היפותטי המייצג את "הערך האמיתי" של המניה בכל יום במהלך התקופה שבין פרסום המידע המטעה לבין מועד גילוי, והוא משקף את המחיר אותו היו הרוכשים מוכנים לשלם עבור המניה בכל יום בו נסחרה אילו היה בידם המידע הנוגע למצבה של החברה לאשורו. הקו השני, המכונה "קו המחיר" ("price line"), מתאר את מחיר המניה בפועל בכל המועדים האמורים" (כבי' השופט עדיאל בפסקה 87 לפסק הדין בע"א 345/03 רייכרט נ' שמש).

אבהיר כי הגם שאין או עוסקים במידע מטעה, הרי שבעלי המניות מטעם הציבור אשר רכשו את מניית נורסטאר רכשו אותה בידיעה כי החברה בעלת שליטה בחברת גזית. וטרם הפרסום לא העלו בדעתם כי החברה תחרוג ממהלך העסקים הרגיל שלה ותעדיף את טובת בעל השליטה על טובת החברה. כלומר המחיר לא גילם את כל המידע הרלוונטי למניה.

5. חקר אירוע באמצעות מודל השוק Event study - market model

5.1. מדד הייחוס: לצורך ביצוע הבדיקה, לאחר שבחנו מספר מדדי ייחוס רלוונטיים (מדד ת"א יתר, מדד ת"א 125, מדד מניב חו"ל, מדד מניב ישראל, מדד ת"א נדל"ן), מצאנו כי מדד תל אביב נדל"ן הינו המדד המתאים ביותר לאמידת המודל.

בהקשר בחירת מדד הייחוס נציין כי מדד מניב חו"ל לכאורה מדד אשר מציג הסבר גבוה יותר למניית נורסטאר ומגיע ל R בריבוע של 0.43, אולם מניית נורסטאר מהווה 9.64% מהמדד (ומניית גזית מהווה עוד 12.3% מהמדד), נטרול מניית נורסטאר מהמדד מוביל ל R בריבוע של 0.25 בלבד ועל כן הגענו להחלטה להשתמש במדד ת"א נדלן אשר מספק הסבר טוב יותר עם R בריבוע של 0.32.

5.2. תקופת האמידה: בחרנו להשתמש בתקופת אמידה של 90 ימי מסחר האחרונים של שנת 2021, טרם החל מאבק השליטה בינואר 2022.

5.3. חלון האירוע: השפעות של אירועים מהותיים בדרך כלל מתפרסות על מספר ימים ואף על מספר שבועות, את הנזק בדקנו לאורך שישה ימים שלאחר הדיווח שכן זהו המידע אשר היה ברשותנו בעת כתיבת חוות דעת זו.

5.4. חלון "פוסט אירוע": במקרה הנ"ל מדובר לדעתנו בהשפעה מתמשכת שאינה מסתיימת בשני ימי מסחר בודדים. חלון פוסט האירוע שבד"כ נע בין 20 ל- 90 ימים, אינו ניתן לבדיקה בעת כתיבת חוות דעת זו.

5.5. תוצאת המודל הנאמד
להלן טבלה המתארת את תוצאות המודל הנאמד:

SUMMARY OUTPUT			
<i>Regression Statistics</i>			
0.568207241 Multiple R			
0.322859469 R Square			
0.31516469 Adjusted R Square			
0.015383328 Standard Error			
90 Observations			
<i>P-value</i>	<i>t Stat</i>	<i>Standard Error</i>	<i>Coefficients</i>
0.27262	-1.10395	0.001722022	-0.001901033 Intercept
5.2E-09	6.47752	0.197262638	1.277772483 X Variable 1

6. ניתוח ביצועי המניה לאחר הדיווח ביחס למודל

באמצעות המודלים אותם אמדנו טרום האירוע, אנו מבצעים נטרול של השפעת השוק על מניית החברה, לאחר הדיווח. הפער בין המודל הנאמד לבין ביצועי המניה בפועל, הוא למעשה גודל ההשפעה כתוצאה מהאירוע שהתגלה לציבור המשקיעים בדיווח אמור. אנו מוודאים באמצעות מבחן t כי הפרשים המצטברים לאחר האירוע שונים באופן מובהק מהמודל הנאמד.

להלן אמידת שיעור הנזק בעקבות הדיווח

על פי המודל אותו אמדנו, הפער המצטבר מהמודל מובהק החל מהיום השלישי לאחר האירוע ומגיע לרמת מובהקות של 100% (!) ארבעה ימים לאחר האירוע. האירוע הוביל, על פי המודל, לפגיעה בשער

מניית החברה בשיעור מצטבר של כ- 15% ארבעה ימים לאחר האירוע ולנזק של 15.8% שישה ימים מקרות האירוע. זאת בנטרול השפעת השוק.
המודל מוכיח באופן מוחלט את קיום הנזק ומכמת אותו ב-15% לפחות.

אמידת הנזק

ימים מהאירוע	תאריך	פער מהמודל	פער מצטבר מהמודל	סטיית תקן	t-stat	רמת מובהקות
1	11/04/2022	-2.5%	-2.5%	1.54%	-1.62	89.11%
2	12/04/2022	-0.1%	-2.6%	2.18%	-1.17	75.66%
3	13/04/2022	-8.1%	-10.4%	2.66%	-3.91	99.98%
4	14/04/2022	-5.1%	-15.0%	3.08%	-4.87	100.00%
5	17/04/2022	-0.7%	-15.6%	3.44%	-4.54	100.00%
6	18/04/2022	-0.2%	-15.8%	3.77%	-4.19	99.99%

מסקנתנו היא שבעקבות האירוע, בארבעת ימי המסחר העוקבים לאירוע שער מניית החברה ירד בכ- 15% ובששת הימים שלאחר האירוע שער מניית החברה ירד ב- 15.8% וזאת בנטרול השפעת השוק.

בדיקה זו מוכיחה כי ישנו קשר סיבתי ישיר בין הירידה בשער מניית החברה לבין ההודעה על החלטה על חלוקת הדיבידנד בעין וכי נגרם נזק למחיר המניה בעצם החלטה האמורה ובישעורים האמורים.

7. תמחור פרמיית השליטה של חברת נורסטאר בחברת גזית גלוב

פרמיית שליטה על חברות בשוק ההון הינו נושא מורכב ביותר לאמידה, שכן ישנן סוגיות רבות הסובבות סביב פרמיה זו. פרמיות שליטה יכולות להיות מושפעות מסינרגיות בין החברה השולטת לבין החברה הנשלטת, מגובה שיעור האחזקה, ובכלל בשאלה מהי רמת האחזקה הנדרשת לצורך שליטה. בחלק זה אנו עוסקים בשאלת פרמיית השליטה הראויה של חברת נורסטאר בגזית, רק לצורך אשרור נוסף של ממצאנו האמפיריים בפרק הקודם, שכן גם לדעתנו המקצועית וגם בפסיקה מדויק ומקובל יותר.

הגדרה

- 7.1. הגדרת "שליטה" בחוק ני"ע: "שליטה" – היכולת לכוון את פעילותו של תאגיד, למעט יכולת הנובעת רק ממילוי תפקיד של דירקטור או משרה אחרת בתאגיד, וחזקה על אדם שהוא שולט בתאגיד אם הוא מחזיק מחצית או יותר מסוג מסוים של אמצעי השליטה בתאגיד;
- 7.2. פרמיית שליטה, אינה מוגדרת בחוק ומחקרים רבים עוסקים בתמחורה והיא למעשה המחיר העודף אשר משקיע מוכן לשלם על מנת להיות בעל היכולת להכווין את פעילותו של תאגיד ביחס למחיר אשר משקיע מוכן לשלם על מנת להיות משקיע פיננסי בלבד בתאגיד. כלומר, זהו ערך סובייקטיבי לבעל השליטה, כלומר, העובדה שבעל השליטה מוכן לשלם יותר מאחר והוא רואה הטבות כלכליות גדולות יותר מהפעילות מאשר משתתפי שוק אחרים.

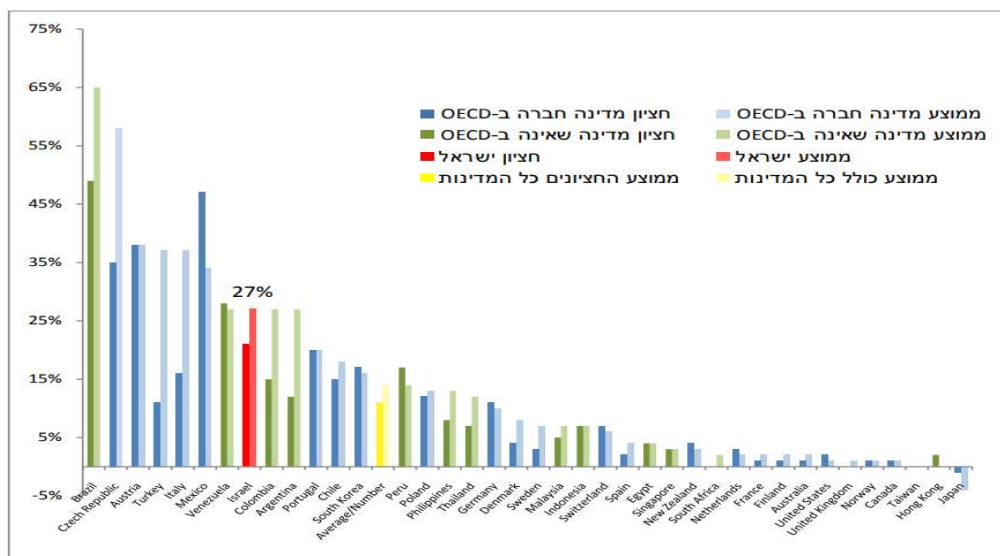
מחקרים ומאמרים בתחום

7.3. על פי מחקר שנערך על ידי מקינזי³, נמצא כי הרווח העודף (פרמיית השליטה) ברכישת שליטה מגיע בעיקרו לבעלי המניות של חברת היעד (במקרה שלנו לנורסטאר שהיא בעלת המניות בגזית במקרה דנן), וזאת מכיוון שרוכש השליטה מוכן לשלם, בממוצע פרמיה כה גבוהה לעומת מחיר השוק – שבדי"כ עומדת על 30%. על מנת לפשט את הדברים, עצם השליטה למעשה בחברה שווה לרוכש השליטה מעט יותר מ- 30% מעל מחיר השוק. רוב ה"שווי" הזה שבעל השליטה החדש רואה הוא מוכן לשלם לבעלי המניות של חברת המטרה.

בעצם הוויתור על היכולת להעביר את השליטה בגזית מידי נורסטאר לבעל שליטה חדש, כתוצאה מחלוקת הדיבידנד בעין, איבדה נורסטאר שווי עצום שעל פי מקינזי שווה ערך ל 30% משווי מניות גזית אותן היא החזיקה.

7.4. שווי השוק של מניות גזית נכון ל 10.4.2022 עמד על כ 5.06 מיליארד ₪, ושווין של מניות גזית אותן נורסטאר החזיקה עמד על 2.58 מיליארד ₪. על כן לשיטת מקינזי, נורסטאר איבדה פרמיה של 30% מעל שווי זה – כ- 774 מיליון ₪.

7.5. במחקר בינלאומי השוואתי אמדו דיק וזינגלס⁴ את ערכה של השליטה ב- 39 מדינות עם מדגם של 393 עסקאות. במחקרם הם מצאו כי פרמיית השליטה ששולמה בישראל הייתה מהגבוהות בעולם ועמדה על 27% מהון החברה הנרכשת, כמעט פי שלושה מפרמיית השליטה הממוצעת במדגם ועומדת על כ 10%.



מקור: Dyck & Zingales. עיבודי המחלקה הכלכלית, רשות ניירות ערך.

7.6. במחקר שנערך בישראל אמדו ברק ולאטרבך⁵ את ערכה של פרמיית השליטה בהתבסס על נתונים מ 54 עסקאות גדולות בישראל ומצאו כי הפרמיה ששולמה בעסקאות אלו עמדה בממוצע על 32% מההון.

³ Fith edition – Valuation, Measuring and Managing the Value of companies

⁴ A. Dyck and L. Zingales, 'Private Benefits of Control: An International Comparison', Journal of Finance 59, 2004, 537-600

⁵ Ronen Barak & Beni Lauterbach, Estimating the Private Benefits of Control from Partial Control. Transfers: Methodology and Evidence, 2 INT'L J. CORP. GOV. 183 (2011)

- 7.7. מחקר נוסף שנערך על ידי המחלקה הכלכלית ברשות ני"ע נמצא כי טווח פרמיית השליטה נע בין 19% ל-30% בהתאם לכח המיקוח של הצדדים בעסקה.
- 7.8. חוות דעת של פרופ' אריה בבצ'וק, אשר הוזמנה ע"י הוועדה להגברת התחרותיות במשק קבעה כי פרמיות השליטה המשולמות בישראל גבוהות משמעותית ביחס לפרמיות השליטה בעולם. בדוח הוועדה להגברת התחרותיות גם נקבע כי: "ככל שהפוטנציאל להשתלטות עוינת גדול יותר, כך תקטן פרמיית השליטה ותרוסן התנהגותו של בעל השליטה" (עמוד 104 לדוח הוועדה).
- 7.9. כך, גם אם הממצאים אליהן הגיעה ועדת הריכוזיות היו בהקשרים אחרים, ברור כי הפוטנציאל להשתלטות עוינת על גזית גדול יותר לאחר חלוקת הדיבידנד בעין ועל כן גם קטנה פרמיית השליטה אותה יכולה נורסטאר לקבל בעבור יתרת אחזקתה בגזית.

דוגמאות ואינדיקציות מהשנים האחרונות

- 7.10. לצורך האינדיקציה בלבד ולמען בדיקת הסבירות של פרמיית השליטה להלן מספר עסקאות בעלי שליטה אשר בוצעו בשנים האחרונות:

תאריך	רוכש/ת	נרכשת	פרמיה בעסקה	אסמכתא
14.11.2021	דורי נאוי	נאוי	21%	2021-01-178386
4.10.2021	אמיליה	אוברסיז	39.6%	2021-01-151113
30.9.2020	אשטרום קבוצה	אשטרום נכסים	13%	2020-01-117636

- 7.11. נקודה נוספת ומשמעותית היא הפרקטיקה הנהוגה בקבוצה, כפי שצינו בסעיף 2.2, גזית גלוב עצמה ביצעה הצעת רכש למניות לחברת אטריום בפרמיה של 23.9%, דבר המעיד על ראייתה של פרמיית השליטה בעיני עצמה.

מסקנות וממצאים

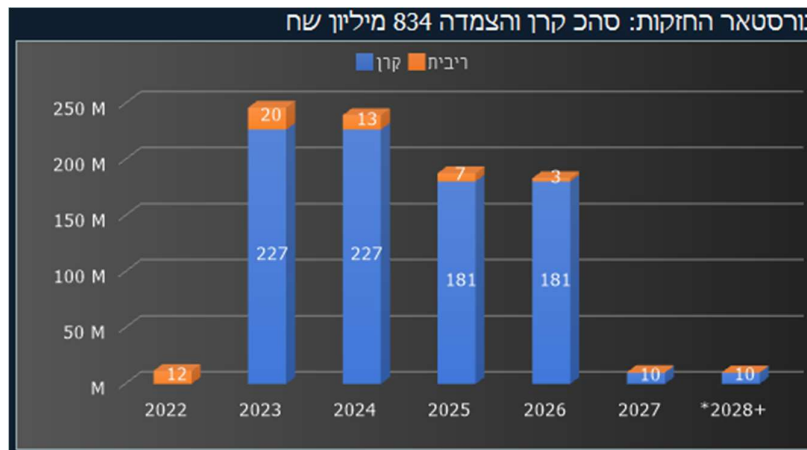
- 7.12. פרמיית השליטה המגולמת בנזק אותו אמדנו במודל בפרק הקודם של חוות דעת זו עומדת על כ-11.1%-11.7% בלבד ונמוכה משמעותית מממצאי המאמרים וקבוצת השוואה שהצגנו.
- 7.13. לאור נתונים אלו, ניתן לקבוע באופן חד משמעי כי פרמיית השליטה של נורסטאר בגזית גלוב גבוהה משמעותית מהערכת הנזק אליו הגענו במודל האמפירי המקובל. וכי ללא צל של ספק, ובהתאם לתוכנית שפורסמה, חברת נורסטאר תאבד את שליטתה בחברת גזית. ולכך השפעה ישירה על ערך המניה.
- 7.14. נבהיר כי על פני הדברים לאור שהחלטה בדבר חלוקת הדיבידנד דחוייה לתקופה יחסית ארוכה, וטרם בוצעה, ולאור שייתכן ותותקף משפטיות ולא תתקיים לבסוף, ניתן להעריך כי השוק עוד לא גילם את מלוא הורדת הפרמיה ולכן הירידה בשער המניה המשקף את ערך הפרמיה, היא בפועל ולעת הזו, בשיעור נמוך יותר.

⁶ https://www.gov.il/BlobFolder/unit/competitiveness-committee/he/Vaadot_ahchud_CompetitivenessCommittee_TyuyatRec_Report.pdf

8. נזק לבעלי מניות נורסטאר הנובע מעליית הסיכון הפיננסי של החברה:

8.1. בנוסף לנזק אשר נגרם כתוצאה מאובדן השליטה בחברת גזית בעקבות חלוקת הדיבידנד בעין, נפגע מהמהלך מאזן החברה באופן קיצוני ביותר, אשר לא רק מערער את מצבה הפיננסי ומשפיע באופן ישיר על יכולת גלגול החוב ועלותו העתידית – אלא עלול לקרב את החברה לסף סכנה ממשית של חדלות פירעון.

8.2. חברת נורסטאר, כאמור הינה חברה שהלכה למעשה הינה חברת אחזקה ריקה מכל תוכן אחר. התחייבויותיה לבעלי החוב עומדות היום על כ 834 מיליון ₪ וזאת בפריסת תשלומים קצרה מאוד יחסית בשתי אגרות חוב נסחרות: נורסטאר אג"ח 11 נורסטאר אג"ח 12. להלן מפל התשלומים הצפוי של החברה לפי שנים:



8.3. מנגד לחברה מקור תזרימי אחד ויחיד בלבד – דיבידנדים מחברת גזית.
 8.4. גזית הינה חברה ציבורית העוסקת ברכישה, השבחה, פיתוח וניהול של נדלן מניב לשימושים מעורבים לרבות מסחר, מגורים ומשרדים בצפון אמריקה, ישראל, ברזיל, צפון, מרכז ומזרח אירופה.

8.5. לאחרונה השלימה חברת גזית את רכישת חברת הבת "אטריום", כאמור באמצעות הצעת רכש בפרמיה של 23.9% אשר הובילה לעליה במינוף החברה ולהורדת דירוג בחלק מאגרות החוב שלה בדוח דירוג שפורסם ב 23.3.2022 ובו צויין בין היתר כי: "להערכת מידרוג, רמת המינוף הגבוהה של החברה וכן החשיפה להפסדי שערי חליפין מעיבות בעל המדיניות הפיננסית של החברה (גזית) לצד גם חלוקת דיבידנדים עקבית בשיעור מהותי, בין השאר לצורך שירות צורכי החוב של בעל השליטה בחברת נורסטאר".

8.6. סיכונים גיאופוליטיים (המלחמה באוקראינה) ומשבר הקורונה וסיכונים נוספים (כגון חשיפות מט"ח והחשיפה לברזיל) בתחום עשויים לעצירת חלוקת דיבידנדים לטווחי זמן מסויימים – על כן, ישנה חשיבות גדולה לשמירה על גמישות פיננסית גבוהה בחברת נורסטאר.

8.7. דא עקא, הגמישות הפיננסית של חברת נורסטאר מצטמצמת לאור המהלכים האחרונים של החברה. ומדיניות הדיבידנד הנוכחית של גזית שפורסמה אף היא ב 23.3.2022 ועומדת על 1.28 שקלים למניה צפויה כעת להניב לנורסטאר 78 מיליון ₪ בשנה חלף 108 מיליון ₪.

- 8.8. כאן נזכיר כי אובדן השליטה בגזית עלול להביא למצב בו לא תוכל נורסטאר להביא להחלטה לקבל דיבידנד ועלול להיווצר מצב בו מאבק בגזית עצמה ימנע חלוקת דיבידנד בעתיד או יקטין אותו בצורה משמעותית.
- 8.9. מצב זה הופך את חברת נורסטאר לתלותית במחזור חוב בתנאים של מינוף גבוה יותר או בגיוס הון שהינו מהלך שהיא כבר פועלת למצות ובאמצעותו לגייס עד 247 מיליון ₪ ולהוותר הלכה למעשה ללא גמישות פיננסית נוספת.
- 8.10. עוד נציין כי כ- 26% ממניות גזית גלוב אשר מוחזקות ע"י נורסטאר משועבדות לטובת חובותיה של החברה. החלוקה למעשה מורידה את כמות המניות המשוחררות משעבוד מ 25% ל-11% בלבד.
- 8.11. מעבר ליכולת עמידה בהתחייבויות השוטפות, לחברת נורסטאר סיכונים נוספים העשויים להכניסה לחדלות פרעון בעקבות קובננטים שנקבעו בשטרי החוב של החברה שביניהם נקבע כי:
- ההון העצמי של החברה לא יפחת מ- 1 מיליארד ₪
 - מינוף החברה במאוחד לא יעלה על 82.5% בשעה שדירוג החוב נמוך מ BB+
 - אם חלה הרעה מהותית בעסקי החברה לעומת מצבה במועד ההנפקה וקיים חשש ממשי שהחברה לא תוכל לפרוע את אגרות החוב במועדן.

דוח מידרוג

- 8.12. בדוח המיוחד של חברת מידרוג, שפורסם ב 14.4.2022 נקבע בין היתר כי:
- חלוקת מניות גזית גלוב בעין, ככל שתתממש תהווה שינוי מהותי באחזרה בנכס הבסיס המהווה עוגן לדירוג.
 - פעולות נוספות שאינן חלק ממהלך העסקים הרגל ובפרט ירידה נוספת בשיעור האחזקה בגזית, יובילו את מידרוג לבחינת הדירוג.
 - ככל שמהלך החלוקה יושלם, ובהנחת מימוש מלא של כתבי האופציה והזכויות שיונפקו עד המועד הקובע לחלוקת מניות גזית, שיעור המינוף של החברה לא צפוי להשתנות משמעותית ביחס לשיעור הנוכחי של כ- 33%.
 - ככל שמהלך החלוקה יושלם, חלקה של החברה בדיבידנד השנתי מגזית יפחת מכ- 110 מיליון ₪ לכ- 80 מיליון ₪.
 - הגמישות הפיננסית של החברה תיחלש כך שבמקום מניות גזית בשיעור של 25% משוחררות משעבוד, יוותרו כ 11% הון המניות של גזית.
 - פעולה זו מקטינה את ביצור השליטה של החברה בגזית.
 - תכנית זו של החברה הינה חלק ממה שנראה כמהלכים משמעותיים אשר אינם במהלך העסקים הרגיל שלה.
- 8.13. בהקשר דוח מידרוג, נדגיש כי מידרוג הניחה "מימוש מלא של כתבי האופציה והזכויות שיונפקו". להערכתנו תרחיש זה אינו תרחיש ריאלי להערכתנו במצב שנוצר בחברה.
- 8.14. בתרחיש בו יחולק הדיבידנד בעין ללא כל הענות למימוש כתבי האופציה והזכויות מינוף חברת נורסטאר עשוי לעלות אף מעל ל 40%.
- 8.15. עוד נוסיף כי לעצם העלייה במינוף, ישנה השלכה על יכולות הגיוס ומחזור החוב של החברה אשר צפוי להשליך על עלויות המימון של החברה בטווח הארוך וכפועל יוצא מכך על רווחיותה השוטפת ועל שווייה הכלכלי.

דוח דלוייט

8.16 גם בדוח דלוייט עמדו על "השלכות סיכון האשראי של נורסטאר בעקבות החלטת הדירקטוריון ולהלן עיקרי ממצאיו:

- בהנחה של הצלחה בהנפקת הזכויות ומימוש מלא של האופציות התוצאה הינה פגיעה של 545 מיליון ₪ בהון העצמי של החברה. ירידה זו פוגעת, בהגדרה, באיתנות הפיננסית של החברה.
- מעבר לשחיקת ההון העצמי ועליית המינוף בהתאם, יש לירידה בהחזקה בשיעור משמעותי זה שורת השלכות הפוגעות בפרופיל האשראי של החברה במישורין ובעקפיין
- החברה מאבדת את פרמיית השליטה הגלומה באחזקה של מעל 50% ממניות גזית גלוב ללא תמורה.
- אובדן השליטה מונע מהחברה להשפיע על מדיניות הדיבידנד של גלוב ועלולה להוביל לפגיעה בשירות החוב של החברה.
- שאלת יציאת גלוב מאיחוד החברה עשויה להשפיע על סוגיית מדידת אמות המידה הפיננסיות של אגרות החוב. חלק מאמות מידה אלה מציינים במפורש מדידה של יחסים במאוחד.
- הגמישות הפיננסית של החברה נפגעת. כ- 25.5% ממניות גלוב משועבדות לטובת הבנקים וכמות המניות החופשיות ירדה משמעותית. החברה מאבדת אפשרות למכירה לצורך נזילות או נטילת מימון נוסף בגין מניות אלו.
- הפחתה בהחזקה במניות פגעת בהיקף התקבולים בחברה מחלוקת הדיבידנד של גלוב.
- בהיבט התזרימי, הופכת נורסטאר, בשל המהלך, לחברה ששולי הביטחון שלה לשירות החוב הצטמצמו מהותית.
- גם אם המהלך לא יקנה עילה לפרעון מיידי, אין ספק כי המרווח אל מול אמות המידה מצטמצם.
- לא ברור איזו תועלת עולה לחברה אל מול עלייה משמעותית זו בסיכון.

9. הערכת הנזק לקבוצה המיוצגת

בהתאם להגדרת הקבוצה המיוצגת, כלל בעלי מניות מקרב הציבור בתוספת בעלי השליטה שאינם נמנים על גרעין השליטה של כצמן מחזיקים בשיעור של 65.24% ממניות החברה.

שווי חברת נורסטאר עמד על 1.915 מיליארד ₪ נכון לסגירת המסחר ביום 10.4.2022 ושיעור הנזק מוערך בטווח שבין 15%-15.8% משווי החברה, מכך יוצא כי הנזק לכלל הקבוצה המיוצגת עומד על כ 187-197 מיליון ₪.

שישה ימים	ארבעה ימים	
65.24%	65.24%	שיעור אחזקות הקבוצה המיוצגת
1,915,000	1,915,000	שווי נורסטאר ב 10.4.2022
15%	15.8%	שיעור הנזק
287,250	302,570	נזק כולל לנורסטאר
187,402	197,396.67	נזק לקבוצה המיוצגת

לעניין זה אבהיר כי הנזק האמור הינו למי שלא מכר את מניותיו, אך מי שמכר את מניותיו הנזק שהתגלם בעבורו היה בשיעור הנזק בפועל בין המחיר בתום יום המסחר שהתקיים ב 10.4.2022 טרם פרסום ההחלטה לשער בו מכר את המניה בנטרול השפעת השוק.

10. מקורות

- 10.1. הודעות ודוחות כספיים מתוך אתר מאי"ה.
- 10.2. טיוטת הבקשה לאישור תביעה ייצוגית כנגד החברה.
- 10.3. נתונים רשמיים של הבורסה לני"ע.
- 10.4. מאמרים ומחקרים המצוטטים בגוף העבודה.
- 10.5. דוח ועדת הריכוזיות

11. תמצית השכלה וניסיון של הכותב

השכלה:

- תואר ראשון בכלכלה ומנהל עסקים מאוניברסיטת בן גוריון.
- תואר שני בכלכלה עם התמחות במימון במסלול מצטיינים מאוניברסיטת בן גוריון.

ניסיון מקצועי:

- מנכ"ל ובעלים של "מאקרו פיננסים בע"מ" אשר נותנת שירותי ייעוץ פיננסי, אנליזה וניהול הון לתאגידים וחוות דעת כלכליות.
- מחקרים אקדמיים בתחום דירוגי אשראי ופרמיות סיכון של חברות ומדינות.
- מעל 14 שנים ניסיון בשוק ההון.
- מנהל השקעות בגופים המוסדיים הגדולים בישראל, ביניהם: מנורה פיננסים ויעמיתים - קרנות הפנסיה הוותיקות'.
- בתפקידו האחרון כשכיר היה מנהל תיק האג"ח של קופות הגמל בעמיתים.
- כתיבת חוות דעת פנימיות רבות עבור 'עמיתים', מנקודת מבטם של בעלי מניות המיעוט, אשר שימשו כעוגן לקבלת החלטות ב'עמיתים'.
- מרצה באקדמיה לפיננסים BDO.
- כתיבת חוות דעת רבות בתחום הערכת הנזק באמצעות מודל Event Study במסגרת תביעות ייצוגיות.