

## רכישת Merrill Lynch ע"י Bank of America - עסקה גרועה, או פוטנציאל לרווח?

שעות בודדות לפני פשיטת הרגל של Lehman Brothers, הודיע Bank of America (להלן: "BAC") על רכישת Merrill Lynch (להלן: "MER"). אנו הערכנו שבעלי המניות של BAC לא יאשרו את העסקה – היות שהייתה זו עסקה גרועה מבחינת BAC, בה קנת לואיס, מנכ"ל BAC, פעל בצורה לא חכמה: מנהלי MER היו חייבים למכור את החברה, ורוכשים פוטנציאליים נוספים לא היו, כך שלואיס יכל לנהל מו"מ קשוח יותר, אך במקום זאת – שילם פרמיה על מחיר המניות של MER: נתן 0.85 מניות של BAC, לכל מניה של MER.

לו אנו במקומו, היינו ממתנים – למחרת היום המניה של MER היתה מתרסקת, כך שלואיס היה יכול לסגור עסקה במחיר נמוך בכמחצית. ואכן – לאחר הרכישה, המניות של MER נסחרו בארביטראז', בשווי הנמוך מ-0.85 ממניית BAC.

האם מדובר בכישורי מו"מ נמוכים? או שמא לחץ לבצע עסקה כדי להציג צמיחה לבנק, בלי לדאוג לעניין המחיר? ללואיס הפתרונים.

ב 5/12/08, בעלי המניות של BAC הצביעו בעד הרכישה. בשבוע האחרון המניה התדרדרה, עד שהתרסקה ב 15/1/09, כתוצאה משמועות על קשיים פיננסיים משמעותיים: הסתבר ש BAC פנה לממשל, ואמר שאינו מתכוון להשלים את רכישת MER, היות שהסתבר לו "לתדהמתו", שהדוחות של MER מעידים על מצב פיננסי גרוע ממה שחשבו – מידע שברור שניתן היה להסיק מלכתחילה, עוד טרם ההכרזה על הרכישה.

### **אם העסקה גרועה, מדוע בכל זאת יש כאן פוטנציאל לרווח?**

הממשל נתן ל BAC הלוואה של 20 מיליארד דולר, הנחשבת לצרכי הלימות הון כהון עצמי, וחשוב מכך - BAC מכרו לקרן מיוחדת נכסים בעייתיים בשווי של כ- 115 מיליארד דולר, שהוחזקו ברובם ע"י MER, כאשר ההפסדים שייגרמו מנכסים אלו יחולקו באופן בו BAC יספוג את 10 מיליארד \$ הראשונים ו- 10% מהיתרה, והממשל יספוג את 90% הנותרים.

מדוע הממשל סייע ל BAC לרכוש את MER? זהו לקח שנלמד מנטישת Lehman Brothers, בעקבותיה נגרם כאוס חסר תקדים במערכת הפיננסית.

להערכתנו, סיוע הממשלה הפחית משמעותית את הסיכון הכרוך בעסקה, אך זוהי הערכה ברמת וודאות נמוכה, היות שלא מפורט אילו נכסים מסוכנים, שמקורם ב MER, נותרו ב BAC. מקור נוסף לחשש לגבי איתנות הפיננסית של BAC, היא רכישת COUNTRY WIDE, ברוקר המשכנתאות הגדול בארה"ב, באותם ימים, רכישה שבצע BAC לפני כחצי שנה. COUNTRY WIDE "סחבה" במאזנה הלוואות בעייתיות רבות, ואין לדעת לכמה הפסדים הן יגרמו בנכסיו של BAC.

סיבה נוספת להערכתנו שמחיר המניה יעלה, הינה העובדה של MER נותרו 2 מתחרים עצמאיים עיקריים: Goldman Sachs, הנסחר בשווי שוק של 35 מיליארד דולר, ו Morgan Stanley, הנסחר בשווי שוק של 16 מיליארד דולר. לאחר ההתדרדרות במחיר המניה של BAC, העסקה של MER מתומחרת בכ- 8 מיליארד דולר. להערכתנו – זהו שווי מאד נמוך ל MER, שכן החברה מחזיקה בנכסים יקרי ערך - 50% מבלומברג ומ BLACKROCK, ולאחר שהממשל לקח מ BAC את רב הנכסים המסוכנים ש"ירש" מ MER, כאשר פרופיל הבנקאות המסורתית של הבנק דומה לזה של JPMorgan, הנסחר לפי שווי יחסי גבוה משמעותית, ישנו פער לא מוצדק במחירי המניות של שני הבנקים.

כמו כן יש לקחת בחשבון שהעסקה עם MER, למרות הסיכונים הטמונים בה, תביא לסינרגיה משמעותית ל BAC, הן מבחינת עלויות (בהנחה שהמיזוג יתבצע בצורה יעילה), והן מבחינת CROSS SELL.

הכתבה הוכנה ע"י חברת טופ אלפא ניהול תיקי השקעות בע"מ, והינה בבלעדיות ללקוחות GPIS.

**חברת טופ אלפא הינה בין היתר מנהלת ההשקעות של קרן הנאמנות טופ אלפא אג"ח 2B.**

אין לראות באמור לעיל משום המלצה לביצוע פעולות ו/או ייעוץ השקעות ו/או שיווק השקעות ו/או ייעוץ מכל סוג שהוא. המידע המוצג הינו לידיעה בלבד ואינו מהווה תחליף לייעוץ המתחשב בנתונים ובצרכים המיוחדים של כל אדם. כל העושה במידע הנ"ל שימוש כלשהו - עושה זאת על דעתו בלבד ועל אחריותו הבלעדית. החברה ו/או הכותבים מחזיקים ו/או עלולים להחזיק חלק מן הניירות המוזכרים לעיל.