

## עדכון כלכלי לשווקים הבינ"ל

השבוע, היה הרבה רעש וצלצולים, אך לא באמת הרבה אירועים חשובים. לפיכך, נגיש תקציר של כל האירועים מהימים האחרונים ב-570 מילים. ונעבור ללא עיכובים מיותרים לקרב המרכזי של הערב: קרב במשקל כבד בין **Exxon Mobil** האמריקנית ובין **Gazprom** הרוסית, במגוון קטגוריות – דוחות כספיים, אג"ח ומניות.



### תמצית של תקציר האירועים הבולטים מהימים האחרונים:

ינואר הסתיים באופן שלילי בשוקי המניות. במרבית השווקים המפותחים ירידות של בין 4 ל-5 אחוזים. המניות בארה"ב ירדו בפחות, ובמזרח הרחוק המניות ירדו ביותר. בהרבה יותר: מדד המניות של הונג קונג איבד 7.3%, ובוודאי שאין להיות מופתעים מזה שסין איבדה 10.5% מתחילת השנה (ראו סקירותינו מחודש דצמבר אשר קוראות למשקיעים בסין לצאת באופן מסודר מיציאות החירום בכדי לחסוך מעצמם אי נעימות מיותרת).

העולם כולו היה בשבוע שעבר בדאבוס. אין סוף כותרות בעיתונים, אבל רוב הדיונים הם חסרי תכלית ונועדו לייצר כותרות. מה שחשוב, זה מה שקורה בשיח הציבורי אודות הבנקים ובהתנהגות המניות של הסקטור הפיננסי. בשלושת השבועות האחרונים ירדו כמעט כל מניות הבנקים הגדולים (גם אם הם לא אמריקניים) בצורה חדה מאד. המניה של **מורגן סטנלי** ירדה ב-16.5%, **גולדמן זקס** ירד ב-16.3%, **סיטי** נחתך ב-8.5%, **ג'יי פי מורגן** השיל ב-12.5%, **קרדיט סוויס** התרסק 18%, **דויטשה בנק** נחתך ב-18% וכך הלאה. והכל קשור לרפורמה שמתכנן אובאמה למערכת הבנקאות בארה"ב (ומשמם אולי זה ידביק את אירופה).

הרפורמה מדברת על עולם בנקאי בלי השקעות נוסטרו, בלי השקעות פראייבט אקוויטי, בלי להשקיע בקרנות גידור, הטלת הגבלות על צד ההתחייבויות במאזן (בנוסף למגבלות קיימות על צד הנכסים במאזן), ובאופן כללי – הכחדת המושג "גדול מכדי ליפול". האם זה אפשרי לביצוע? כמובן שלא. שהרי להמן ברדרס הלך לפשיטת רגל והכניס את העולם לסחרור, כשבמאזן שלו התחייבויות בסך של קצת יותר מ-600 מיליארד דולר. כך, שאם להמן היה גדול מכדי שייתנו לו ליפול (וזו עובדה שעדיף היה שהוא לא היה נופל) – אז האם המסקנה היא שצריך עכשיו להוריד את המאזנים של כל הבנקים למתחת ל-600 מיליארד דולר? המאזן של בנק אופ אמריקה עומד על 2.2 טריליון דולר, האם צריך לפרק את הבנק לחמישה בנקים נפרדים? סיטי החליט לאמץ מודל של הפחתת מאזן והצליח במאמץ רב להוריד את המאזן מ-2.2 טריליון ל-1.85 טריליון דולר. האם היום סיטי עדיין גדול מכדי ליפול? כמובן שכן. ומה יצא? הורדת המאזן בסיטי בוצעה ע"י מכירת חטיבות טובות ורווחיות, כולל הברוקראז' של הבנק. ומה יישאר בכלל מבנקים כמו גולדמן זקס? אם הרפורמה של אובאמה עוברת כלשונה – הוא מאבד רווח של כ-5 מיליארד דולר בשנה.

מסמך זה הוכן על ידי המחלקה הכלכלית של קבוצת אי.בי.אי.. המסמך מבוסס על הערכות ואומדנים, שמטבע הדברים אפשר ויתבררו כחסרים, או בלתי מעודכנים. אשר על כן מופנה המסמך רק למשקיעים מוסדיים מקצועיים כחומר מסייע ואין לקבל על סמכו בלבד החלטות השקעה כלשהן. אין במסמך זה ובכל הכלול בו משום ייעוץ או הזמנה לרכוש (או למכור) את ניירות הערך המזכרים בו, ואין בו משום תחליף ליעוץ המתחשב בנתונים ובצרכים המיוחדים של כל אדם. קבוצת אי.בי.אי לא תהיה אחראית לכל מק שיגרם, אם יגרם, למאן דהוא, כתוצאה מהסתמכות על מסמך זה. קבוצת אי.בי.אי מחזיקה עבור לקוחותיה ועבור עצמה את ניירות הערך המסוקרים במסמך זה, כולם או חלקם, והיא עשויה לפעול הן במגמת קנייה והן במגמת מכירה בכל אחד מניירות הערך הנ"ל. אם לא צוין אחרת מקור כל הנתונים והגרפים הוא מבלומברג.



לגבי **יוון**, אנו שבים וטוענים. כלום מהותי לא השתנה. אין שום סיבה בעולם, שיוון תגיע למצב של חדלות פירעון. היא לא תיזרק מגוש האירו, ובמקרה חירום יימצא מי שיסייע לה (EU, IMF) לשלם את כל תשלומי הריבית והקרן שלה בזמן. בשבוע שעבר המדינה השלימה גיוס אג"ח בהיקף של 8 מיליארד אירו. מתקפה תקשורתית על המדינה הצליחה להפיל את מחירי האיגרות בשוק המשני בימים שלאחר ההנפקה (דיווחים כאילו גולדמן תיווך במו"מ של יוון למכירת אג"ח לסין – והיזמה הסתיימה בכישלון). האנומליה בתמחור של האג"ח של **יוון** צועקת כיום לשמיים. האג"ח ל-5 שנים באירו נסחר בתשואה 6.40% (נכון לכתובת שורות אלה), לא רחוק מהתשואה של האג"ח הדולרי של **לבנון (B)** לטווח של 10 שנים. על מנת לראות את האבסורד במלוא הדרו שווה לציין, כי איגרות חוב דולריות לטווח של 10 שנים של **קרוואטיה (BBB)** נסחרות בתשואה 6%, **אינדונזיה (BB-)** בתשואה 5.7%, **טורקיה (BB-)** ב-5.7%, **קולומביה (BBB-)** ב-5.65%, **דרום אפריקה (BBB+)** ב-5.4%, **מקסיקו (BBB)** ב-5.2% וכך הלאה. ה-CDS של יוון (380 נ"ב) הינו יותר גבוה מזה של **סרביה (350 נ"ב)**. ושוב אנו אומרים: זה לא שאין בעיות ביוון. אבל היא לא יותר מסוכנת מסרביה, ואין סיבה אמיתית שהאג"ח שלה יניב תשואה יותר גבוהה מכל המדינות שהבאנו לעיל. המסקנה שלנו: האג"ח של יוון הוא בתשואה חריגה, זמנית, ולא מוצדקת.

חוץ מזה, ברננקי קיבל עוד קדנציה כיו"ר הפד. והודעת הריבית של הפד דיברה שוב על כך שהבנק ישאיר את הריביות נמוכות למשך תקופה ממושכת. אובאמה נשא נאום אודות מצב האומה, ונתן דגש בנושא הלחימה באבטלה. חברת התקשורת **Verizon Communications** לא התרגשה מכך והודיעה כי תפטר ב-2010 סך של 13 אלף עובדים (שיעור של 5.8% מעובדי החברה).

לסיכום: האינדיקטורים הכלכליים זוכים להתעלמות של השוק. הדוחות הכספיים שמפורסמים – מעניינים מאוד, אך אינם מצליחים להיות חשובים מספיק בשביל לקבוע את כיוון המסחר במניות בשוק. דו"ח רע – מפיל את מחירי המניות. דו"ח טוב – גם הוא מפיל את מחירי המניות. יוון עדיין בכותרות אך זה יעבור בקרוב. יפן הגיעה השבוע לחדשות לאחר ש S&P הורידה לה את תחזית הדירוג ל"שליטת". אחרי הכל צפי ליחס חוב תוצר של 246% בשנת 2014, זה לא משהו שאפשר לעבור עליו לסדר היום. המזל של יפן הוא שהתשואות של האג"ח הממשלתי מאוד נמוכות והממשלה מצליחה לממן את החוב (למשל תשואה של 1.3% לטווח של 10 שנים).

ועכשיו, נעבור ללא עיכובים מיותרים לקרב המרכזי של הערב: קרב במשקל כבד בין **Exxon Mobil** האמריקנית ובין **Gazprom** הרוסית, במגוון קטגוריות – איכות הדוחות הכספיים, כדאיות ההשקעה באג"ח, ואטרקטיביות המניות.

פרסומת אחת ואנחנו עוברים לזירה:

לא באמת ערכנו בדיקה מדעית בנגע לאיכויות של אבקת הכביסה של Persil. אך אנו מציעים לשים לב לחברת **Henkel**, שפרט לאבקות כביסה וחומרי ניקוי לבית, היא מייצרת גם מוצרי קוסמטיקה, ומתפארת בחטיבה מרשימה שמייצרת דבק, מוצרי איטום, ועוד ועוד. סקירה מלאה אודות **Henkel** + רעיונות השקעה בחברה ניתן להשיג בדסק הבינלאומי בטל' המצורפים בסוף הסקירה.





הרבעון. במצרף שלושת הרבעונים הראשונים של 2009, הפרשי שער החליפין של גזפרום הינם פחות או יותר מתקזזים.<sup>2</sup>

באשר לליבת העסקים של גזפרום, אנו מוצאים כי נרשמה בשלושת הרבעונים הראשונים של 2009 התכווצות בכמויות הגז שנמכרו לכל מדינות היעד, כאשר הירידה בכמות הנמכרת קוזזה חלקית ע"י עליה במחירי הגז. בשורה התחתונה, התקבולים ממכירת גז ירדו ב-2 אחוזים בשלושת הרבעונים הראשונים של 2009, בהשוואה לתקופה המקבילה אשתקד. פגיעה קשה יותר הורגשה במקטע המוצרים המזוקקים (ירידה של 27%), ובמקטע הנפט הגולמי (ירידה של 36%). כאשר מנגד, מכירה של חשמל ושירותי חימום (בעיקר בגרמניה) זינקו ב-60%.

על מנת להשלים את התמונה לגבי גזפרום, נזכיר כי היא מייצרת כ-85% מהתפוקה של שוק הגז הרוסי, ו-20% מהתפוקה בשוק הגז העולמי. היא הבעלים של מערכת ההובלה הגדולה בעולם אשר משתרעת על פני 160 אלף ק"מ, והיא מספקת רבע מביקושי הגז באירופה. כמו כן, אסור לשכוח כי החברה נמצאת בשליטת ממשלת רוסיה (אחזקה ממשלתית של 50.002% מהון המניות, ושליטה אפקטיבית של 100% על מדיניות החברה).



מול הענק הרוסי, אנו שמים את אביר האנרגיה האמריקני **Exxon Mobil** (Aaa, AAA, AAA) שדיווח על ביצועיו לרבעון הרביעי של שנת 2009, ועל השנה כולה. בשורה התחתונה, הרווח הנקי של אקסון מוביל ברבעון אינו שונה בהרבה משל גזפרום (6 מיליארד דולר אצל אקסון לעומת 5.75 מיליארד דולר ב-Q3 של גזפרום). גם במונחים שנתיים לכאורה הרווח הנקי של החברות דומה: הרווח הנקי של אקסון ב-2009 עמד על כ-20 מיליארד דולר (שזה הרבה פחות מה-45 מיליארד דולר שאקסון השיגה אשתקד), וגזפרום צפויה לסיים את השנה עם רווח נקי שאינו רחוק בהרבה מהרווח השנתי של אקסון. אף על פי כן, אסור לטעות - אקסון עולה על גזפרום בכמה דרגות כמעט בכל קטגוריה גם אם לא ניקח בחשבון את אלמנט המוצא והבעלות על החברות.

אקסון היא חברת האנרגיה הציבורית הגדולה ביותר בעולם, עם שווי שוק של 314 מיליארד דולר (יותר מפי שתיים לעומת גזפרום), ופעילות ענפה במספר רב של מקטעי פעילות: החברה מבצעת חיפוש והפקת נפט ב-38 מדינות בעולם, היא הבעלים של 37 בתי זיקוק, והיא מובילה עולמית בתחום הפטרוכימים.

זאת ועוד, אקסון רשמה הכנסות של 90 מיליארד דולר ברבעון האחרון, וסה"כ כ-300 מיליארד דולר בשנת 2009 כולה. היא השקיעה אשתקד קרוב ל-30 מיליארד דולר ב-CapEx, ורכשה לאחרונה את חברת הגז הטבעי האמריקנית **XTO Energy Inc** בעסקת מניות, לפי שווי 41 מיליארד דולר (כולל החוב של XTO).

<sup>2</sup> נזכיר כי הפרשי מט"ח ברבעון הראשון גרמו לחברה הפסד של 4.5 מיליארד דולר (!). ברבעון השני החברה הרוויחה מהפרשי מט"ח 2.6 מיליארד דולר, כך שלאחר רווח של 1.4 מיליארד דולר ברבעון השלישי: במצרף של שלושת הרבעונים הראשונים של השנה החברה עדיין מופסדת על הפרשי מט"ח, סדר גודל של 500 מיליון דולר.

יש לשים לב כי הביצועים הטובים של אקסון הושגו למרות שברבעונים האחרונים מתפקד רק מקטע ה-Upstream (חיפוש והפקה של נפט וגז), והוא הניב לחברה 5.8 מיליארד דולר. מנגד, מקטע ה-Downstream (זיקוק והפצה) ממשיך לדמם (הפסיד 189 מיליון דולר ברבעון בגלל מרווחי זיקוק הדוקים), ומקטע הכימיקלים נותר קטן יחסית והוא פחות משמעותי כמנוע לרווחיות (תרם לרווח 716 מיליון דולר).

החברה ייצרה ב-2009 תזרים מזומנים נאה מפעילות שוטפת (תזרים חיובי של 30 מיליארד דולר שהוא שווה ערך למחצית התזרים של שנת 2008 אבל עדיין מכובד), יש לה זילות גבוהה ביותר, ואפילו ההכפלה של נטל החוב (בעקבות הרכישה של XTO) היא לא משמעותית בחיי החברה ואינה מכתימה את מטריצת החוב המושלמת.



#### האג"ח:

ולאחר שהייללו את אקסון מוביל – אין לנו מנוס אלא לקבוע, שמדובר בחברה מצוינת - אך אנו מסיקים שהשקעה בחברה זו היא באופן פרדוקסלי - לא אטרקטיבית.

ראשית, במישור האג"ח: אקסון היא חברה כל כך מושלמת, שמייצרת כל כך הרבה מזומנים, שאין לה כמעט חוב, ולכן גם - אין לה איגרות חוב שניתן לרכוש. גם אילו היה לה חוב - אנו משערים שלא היינו יכולים להמליץ עליו משום שהוא לבטח היה יקר מדי. למה אנו מתכוונים כשאנחנו אומרים יקר מדי? תביטו על האג"ח של מייקרוסופט שהיא גם כן מדורגת AAA ותבינו: תשואה של 2.4% ל-5Y, תשואה של 4% ל-10Y, ותשואה של 5% לטווח של 30Y. בתשואות כאלה עדיף לקנות אג"ח של ממשלת ארה"ב, ולא את האג"ח של מייקרוסופט (שימו לב שלטווח של 5 שנים הפער בתשואה בין אג"ח ממשלת ארה"ב לאג"ח של מייקרוסופט הוא 5 נ"ב בלבד).

מכאן אנו מסיקים שבכדי שיהיה כדאי להיחשף לחוב של אקסון, צריך לקחת סיכון ולקנות את האג"ח של XTO (ולקוות כי הרכישה תאושר ע"י בעלי המניות, ובסוף התהליך האג"ח של XTO יהפוך להיות אג"ח של אקסון). העניין הוא, שגם אם נלך במתווה זה – לא מצפה לנו אפסייד של ממש. האיגרות של XTO מדורגות כיום "BBB", אך נסחרת בתשואות נמוכות שמגלמות כבר את הרכישה: איגרת לטווח של 9 שנים בתשואה של 4.3%, ואיגרת לטווח של 28.5 שנים בתשואה של 5.5%. לכן אנו מוצאים כי קניית איגרות אלו איננה מעניינת. בשולי הדברים נציין כי מי שהתמזל מזלו וקנה את האג"ח של XTO ערב ההודעה על הרכישה (ב-10 בדצמבר 2009) נהנה מעליית מחיר מטאורית של 12% כהרף עין (ירידת תשואה של 80 נ"ב על האג"ח הארוך).

אקסון היא חלומית, והדירוג שלה מושלם, אבל אין לנו ספק שאם צריך לקנות אג"ח – אזי גזפרום היא המועמדת המתאימה יותר. גזפרום היא חברה שהיא כמעט מדינה. היא גדולה, חזקה, רווחית, עם נכסים אינסופיים, וקשרים במקומות הנכונים. יש לה דירוג טוב (אבל לא מושלם), ובהינתן השפל במחירי הגז בעת הנוכחית – החיבור לחבל הטבור הממשלתי דווקא יכול להועיל לחברה. יש לציין כי החברה כוללת סיכון אשראי של רוסיה – אך גם זה לא ממש מבהיל אותנו. אנו בדעה כי מעט מאוד דברים יכולים לשבש את מצבה הכלכלי של רוסיה ואחד מהם זה מחיר הנפט. אם אתם מאמינים, שהמחיר של חבית נפט יהיה בשלוש השנים הקרובות, בממוצע, מעל ל-\$60 - אזי אתם בעצם מאמינים בחזרה של רוסיה לעודף בתקציב, חזרה לשיא ביתרות המט"ח ולהתייצבות ברובל.

האג"ח של גזפרום נסחר כיום בתשואה דולרית של 7.3% לפדיון ב-2019 (מח"מ 6.4), וכולל אופציית PUT למשקיע בשנת 2012. איגרת קצרה יותר נסחרת בתשואה של 5.9% לפדיון ב-2014 (מח"מ 3.9). האם אג"ח זה הינו יותר מסוכן מאקסון מוביל? ברור שכן. האם פיצוי של 350 נ"ב בתשואה בגין הסיכון הנוסף הוא מספיק? לדעתנו התשובה היא "בהחלט כן".



### המניה:

האם כל מה שאמרנו לעיל נכון גם לגבי המישור המנייתי? כנראה שלא. המניה של גזפרום הוכיחה בשנתיים האחרונות תנודתיות רבה מאוד: המניה נחתכה ב-80% תוך ארבעה חודשים בשיאו של המשבר, ולאחר מכן זינקה בשיעור של יותר מ-120%. גם לאחר מהלך מרשים זה, המניה עדיין נסחרת בשוק ברמות של 60% פחות ביחס למחיר השיא שלה, ולכאורה עם העלייה במחיר הגז - המניה אמורה להשתקם גם כן. מכפיל ההון של החברה הוא לא גבוה (0.8) ומכפיל הרווח גם הוא צנוע יחסית (8.2) – כך ששוב הנטייה היא לחשוב שהמניה אינה יקרה.

### אז למה בכל זאת אנחנו מהוססים לגבי השקעה מנייתית בגזפרום?

כנראה שזה משום שלהיות משקיע אקוויטי בחברה רוסית בודדת - זוהי פעולה בדרגת סיכון מיוחדת. זאת ועוד, להחזיק מניות מיעוט בחברה ממשלתית ברוסיה - זאת שוב פעולה בדרגת סיכון מיוחדת. בתרחיש מרכזי אנו מניחים שהחברה לא תולאם, אולם כשיחפשו איזה משקיעים זרים בדיוק מחזיקים כיום את מניית גזפרום בשיעור משמעותי – לא מצאנו אף אחד חוץ מ-E.ON הגרמנית שמחזיקה שיעור צנוע יחסית של 3.5%. לא מצאנו קרנות פנסיה אירופאיות, לא משקיעים מוסדיים גדולים אמריקניים, וגם לא אף אחת מקרנות ההשקעה הממשלתיות – אשר תוכל (אולי קצת) לעמוד מול הממשל הרוסי ולהגן על האינטרסים של בעלי המניות הפרטיים<sup>3</sup>.

### ומה לגבי אקסון מוביל, האם היא כדאית במישור המנייתי?

כאן אנו מגיעים למסקנה שאקסון היא אומנם כדאית יותר מהשקעה במניה של גזפרום – אבל מבחינה אבסולוטית המניה יקרה למדי, ונראה שכמעט כל תרחיש חיובי אפשרי, כבר מגולם במחיר המניה. אנו מוצאים כי החברה נסחרת במכפיל רווח שמנמן של 17, ומכפיל ההון מדושן משהו, ברמה של מעל 3. נכונה העובדה שהמניה נסחרת בשוק ברמות של 32% פחות ביחס למחיר השיא שלה במאי 2008 (\$66 לעומת \$95), אבל אנו לא מסיקים מכך כלום בנוגע למתווה העתידי של המניה. כמובן שאנו מעודדים מכך שאקסון מצאה לנכון להקצות ברבעון האחרון כ-2 מיליארד דולר לצורך ביצוע רכישה חוזרת של המניה שלה, ושהיא מתכננת להמשיך כך גם ברבעון הראשון של 2010. אך אין לנו ביטחון שעובדה זו לכשעצמה תורגש במחיר המניה.

<sup>3</sup> את משקיעי האג"ח ניתן להרגיע בכך, שיש אינספור משקיעים מוסדיים בינלאומיים שמושקעים עד צוואר באג"ח של גזפרום. בין המשקיעים ניתן למצוא קרנות השקעה כמו PIMCO, בנקים כמו HSBC, חברות ביטוח כמו Allianz ועוד ועוד.

מסמך זה הוכן על ידי המחלקה הכלכלית של קבוצת אי.בי.אי.. המסמך מבוסס על הערכות ואומדנים, שמתבצע הדברים אפשר ויתבררו כחסרים, או בלתי מעודכנים. אשר על כן מופנה המסמך רק למשקיעים מוסדיים מקצועיים כחומר מסייע ואין לקבל על סמכו בלבד החלטות השקעה כלשהן. אין במסמך זה ובכל הכלול בו משום ייעוץ או הזמנה לרכוש (או למכור) את ניירות הערך המזכרים בו, ואין בו משום תחליף לייעוץ המתחשב בנתונים ובצרכים המיוחדים של כל אדם. קבוצת אי.בי.אי לא תהיה אחראית לכל נזק שיגרם, אם יגרם, למאן דהוא, כתוצאה מהסתמכות על מסמך זה. קבוצת אי.בי.אי מחזיקה עבור לקוחותיה ועבור עצמה את ניירות הערך המסוקרים במסמך זה, כולם או חלקם, והיא עשויה לפעול הן במגמת קנייה והן במגמת מכירה בכל אחד מניירות הערך הנ"ל. אם לא צוין אחרת מקור כל הנתונים והגרפים הוא מבלומברג.

## למידע נוסף, צרו קשר :

### מיה אבני

דסק חו"ל

טלפון: 03-5190377

maya@ibi.co.il

### עפר לב

סמנכ"ל למסחר

טלפון: 03-5193488

ofer@ibi.co.il

### אייל קליין

אסטרטג ראשי לשווקים בינ"ל

טלפון: 03-5190394

klein@ibi.co.il

### איתי ניאזוב

דסק חו"ל

טלפון: 03-5193466

itay@ibi.co.il

### עדי שואקה

דסק חו"ל

טלפון: 03-5190820

adic@ibi.co.il

### לאונור טרקיאלטאוב

מנהלת מח מט"ח

טלפון: 03-5193468

Leonor@ibi.co.il