

## עדכון כלכלי לשווקים הבינ"ל

### עיקרי הדברים

- שוקי המניות בעולם שועטים קדימה, ומדוע מדד המניות של סין הולך נגד המגמה, ונחתך השבוע?
- ארבע התבטאויות של ברננקי ומה ההשלכות שלהן לגבי מניות הפיננסיים.
- שלוש חברות שהיו פעם AAA נחתכו. למה זו בשורה חיובית לג'נרל אלקטריק? על מה ולמה נחתכה ברקשייר הת'אווי? ולמה אצל פייזר זו רק ההתחלה של מסע הורדות הדירוג?
- המנכל"ים של סיטי, בנק אוף אמריקה וג'יי. פי. מורגן משדרים אופטימיות.
- הבנק המרכזי של בריטניה רוכש אג"ח ממשלתי באמצעות מכרזים בשוק המשני.
- הבנקים המרכזיים בעולם ממשיכים להפחית את הריביות המוניטריות.
- ראש ממשלת סין מביע "חשש" מהחזקת אג"ח של ממשלת ארה"ב, ובו בזמן מגדיל את הפוזיציה...
- זרקור על הנפקת האג"ח האחרונה של חברת בואינג.

### תקציר אירועי השבוע

#### שוק המניות שועט קדימה

השבוע היו שלל אירועים, חלקם חיוביים יותר וחלקם פחות, אך ממדי המניות התנהלו במשך מרבית השבוע במנותק מהאירועים השוטפים – עסוקות בלתיקן כלפי מעלה לאחר שרשמו שפל של 12 שנים.

בסיכום שבועי בארה"ב, הדאו ג'ונס עלה ב-9%, ה-S&P 500 הוסיף 10.7%, ה-NASDAQ התחזק ב-10.6% וה-RUSSELL 2000 עלה ב-12%. גם מעבר לאוקיינוס נרשמו השבוע בבורסות חגיגות: אירופה התבשמה עם עליות של 8.4% במדד ה-DJ EURO STOXX 50, עלייה של 6.3% במדד ה-FTSE 100 הבריטי, +6.75% ב-CAC 40 הצרפתי, +7.8% במדד ה-DAX הגרמני, 8.5% במדד המוביל של שבדיה, ו-9.6% במדד המוביל של שוויץ. אסיה לא נשארה מאחור וגם שם נרשמו עליות נאות במרבית המדדים<sup>1</sup>: כך למשל מדד הניקיי עלה ב-5.5%, וההנג-סנג של הונג קונג הוסיף +5.1%.

את העליות בארה"ב הובילו מניות סקטור הפיננסיים שזינקו ב-34%, אבל גם סקטורים נוספים הצטרפו לחגיגה ועלו בשיעורים דו-ספרתיים. כך למשל, מניות חברות התעשייה (+12.4%), מוצרי צריכה (12.1%) חומרי גלם (+12%), וחברות הטכנולוגיה (+10%). לא מפתיע למצוא, כי את הזינוקים הגדולים ביותר ביצעו המניות שהוכו יותר מהאחרות – כך למשל המניה של בנק אוף אמריקה זינקה בשבוע החולף ב-83%, סיטי עלתה ב-73%, ווילס פרگو ב-62%, ג'יי. פי. מורגן ומורגן סטנלי בכ-55% וכך הלאה.



<sup>1</sup> מדד המניות של סין היה בין הבודדים שרשמו השבוע דווקא נסיגה של 3%. מצד אחד, ראש הממשלה וואן ניסה בכל כוחו לשווק את תוכנית התמריצים הפיסקאלית ואת הנכונות להגדילה בכדי להשיג צמיחה כלכלית של 8% השנה. מצד שני, נתוני המאקרו היו שלילים ולא פסחו גם על הייצוא, שהוא קטר הצמיחה העיקרי של הכלכלה הסינית. הייצוא הדהים עם נפילה לא צפויה של 26% בחודש פברואר (YoY) והעודף בחשבון המסחרי בחודש פברואר היה פחות מחמישית בהשוואה לציפיות בשוק. הייצור התעשייתי מתחילת השנה צמח בשיעור מאכזב של 3.8% (לעומת 15.4% בתקופה המקבילה אשתקד). וגם נתוני המכירות הקמעונאיות היו למטה מהמצופה. מדד המחירים לצרכן ירד והכלכלה גלשה לדיפלציה רישמית (-1.6%, YoY), ומדד המחירים ליצרן התכווץ גם הוא בחדות (-4.5%, YoY). **לסיכום:** מזה זמן רב אנו מזהירים מפני הציפיות הלא רציונאליות שיש מהכלכלה הסינית, ולדעתנו צמיחה של 8% תתאפשר רק עם ראש הממשלה ינחה את הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה לשפץ את הנתונים.

מסמך זה הוכן על ידי המחלקה הכלכלית של קבוצת אי.בי.אי.. המסמך מבוסס על הערכות ואומדנים, שמתבטע 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 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 קניה והן במגמת מכירה בכל אחד מניירות הערך הנ"ל. אם לא צוין אחרת מקור כל הנתונים והגרפים הוא מבלומברג.

## על מה ולמה שעטו המניות?



### ארבע התבטאויות של ברננקי

שתי כותרות של ברננקי תפסו השבוע את מרכז תשומת הלב, ומשום מה, עודדו (לדעתנו שלא בצדק) את הראלי במניות הפיננסיים. מדובר במשפטים: "המיתון צפוי להסתיים עוד השנה ושנת 2010 תהיה שנת צמיחה", ו"נגיב בנחרצות על מנת לוודא שמוסדות בעלי חשיבות מערכתית לא יקרוסו".

המשפט הראשון הינו מיחזור של משפט שברננקי אמר לפני שבועיים, ומשום מה גם השבוע מרבית העיתונים בחרו להציג רק את החלק השני של המשפט. המשפט המלא מדבר על כך שתנאים מקדימים לחזרה לצמיחה הם: התייצבות והתחזקות של המערכת הבנקאית, חזרת הבנקים למתן אשראי בהיקפים משמעותיים, וחזרה לתפקוד נורמאלי של השווקים הפיננסיים. כל זה בינתיים לא ממש קורה – ולכן אנו דווקא לא משוכנעים כי אכן המיתון יסתיים ב-2009, אלא מעריכים כי בתרחיש מרכזי המיתון ייגרר אל תוך 2010. באשר למשפט השני – אין בו חדש, הפד פועל זה מכבר בנחרצות על מנת לוודא כי ענקי הבנקאות לא יקרוסו לו בין הידיים. מה שמדהים בנושא הוא שההתבטאות עוררה השראה דווקא אצל בעלי המניות, שהרי ההיפך היה צריך לקרות. כשהפד אומר "נפעל בנחרצות" אומר הדבר, כי בנקים אשר לא יעברו את מבחני ה-Stress Test שהממשל עורך – יקבלו חיזוק להון ע"י הקצאת מניות בכורה שניתנות להמרה למניות רגילות. מכאן, הדרך לשידור חוזר של סיטיבנק שממיר מניות בכורה למניות רגילות קצרה – ונזכיר כי אצל סיטי זה נגמר בדילול קיצוני של בעלי המניות (ועל הדרך, הממשל קיבל שליט מהבנק), הדיבידנדים בוטלו והופסק תשלום הקופונים על מניות הבכורה.

לא רק זאת, אלא שמשום מה, השווקים לא ייחסו משקל להתבטאויות משמעותיות אחרות של ברננקי מהשבוע החולף: למשל כשאמר ש"יש סיכוי ריאלי ששיעור האבטלה יעלה ל-10%", ושהוא "לא תומך בהשהיה של חוקי חשבונאות השווי ההוגן (כלומר בהשהיה של ביצוע ה-Mark-to-Market). לדעתנו, התבטאויות אלו משמעותיות הרבה יותר, הן לעניין מספר האנשים שאינם עומדים בתשלומי המשכנתא ובחיובי כרטיסי האשראי שלהם, והן לגבי המשך המחקיקות של נכסים רעילים ממאזני הבנקים.

בהקשר זה לא נוכל שלא לחזור על אמירתנו מהשבוע החולף: בכל תרחיש שהוא, אנו מתקשים לראות את ההחזקה במניות הפיננסיים כמשתלמת אפילו לטווח של שנתיים-שלוש. שהרי:

- אם המשבר בשווקים ייגמר – אז הבנקים יסתערו על השוק ויגייסו ככל יכולתם, על מנת לחזק את ההון ולהחזיר את כספי הסיוע לממשל. מהלך זה ידלל בצורה חמורה את בעלי המניות הנוכחיים.
- אם המשבר בשווקים יעמיק – אז הבנקים יקבלו סיוע נוסף מהממשל והפעם בצורת מניות בכורה שניתנות להמרה, ולא מן הנמנע שהתקדים שראינו אצל סיטי (אחזקה ממשלתית בשליט מהבנק ודילול דראסטי של בעלי המניות) יחזור על עצמו גם בבנקים נוספים.



### שלושה מנכ"לים של בנקים מרוצים מעצמם

נחמה כלשהי בסקטור הפיננסיים אנו בכל זאת יכולים למצוא באמירות של שלושת המנכ"לים של סיטי, ג'י. פי. מורגן ובנק אוף אמריקה, אשר בחרו השבוע לעדכן את הציבור ולחשוף כי בחודשיים הראשונים של השנה הבנקים שלהם רשמו רווח. בנק אוף אמריקה אף הרחיק לכת ואמר כי הוא צופה רווח ב-2009 כולה. מניות הפיננסיים הגיבו מיד בזינוקים למשמע הוידוים הללו. אולם, גם כאן, נראה כי ציבור המשקיעים נותן משקל מועט מדי לעובדה שסיטיבנק אינו משלם דיבידנד כלל, ואילו ג'י. פי. מורגן ובנק אוף אמריקה משלמים 1 סנט לרבעון. וכל זה – עוד לפני הדילול המאסיבי שצפוי למחזיקים במניות אלו (ראו פירוט לעיל).



שלוש חברות דירוג שוללות את דירוג ה-"AAA" הנספף משלוש חברות – מה יש לנו להגיד על זה?  
 השבוע, ירד דירוג האשראי של שלוש חברות שנהגו להתהדר בדירוג המירבי. אצל **ג'נרל אלקטריק** המהלך היה חיובי לגבי החברה, אצל **ברקשייר הת'אוני** המהלך של חברת הדירוג היה מאולץ ולא מנומק, ואצל **פיזר** הורדת הדירוג היא תחילתו של מסע כלפי מטה.

- דירוג האשראי של **ג'נרל אלקטריק** ירד השבוע לדירוג "AA+" ע"י חברת הדירוג S&P - בצעד שהפתיע לטובה את המשקיעים. הורדת הדירוג הסירה את העננה שרובצת מזה שבועות ארוכים מעל הקרדיט של החברה, ועצם העובדה שתחזית הדירוג שונתה להיות "יציבה"<sup>2</sup> - השרתה רוגע על המשקיעים. חברת הדירוג מציינת בהודעתה כי זרוע הפיננסיים של GE היא אחד מהמוסדות הפיננסיים הבודדים בעולם שמחזיק דירוג כה גבוה, ואומרת באופן מפורש כי לדעתה מדובר בחברה שהיא: "with very strong capacity to meet its financial commitments".



STANDARD  
& POOR'S

כפי שגם ציינו בסקירתנו משבוע שעבר, זרוע הפיננסיים של GE מחזיקה מזומן של 48 מיליארד דולר, סיימה זה מכבר 90% מצרכי המימון שלה ל-2009, והורידה את התחייבויות ה-CP שלה בכמעט 30 מיליארד דולר. זאת ועוד, **החברה אינה מחזיקה שום CDO, CDS או SIV. ולמעשה, מהדו"ח המפרגן של S&P, קשה בכלל להבין מדוע ירד הדירוג של החברה.**

כיום, השוק כבר לוקח בחשבון שבזמן הקרוב חברת הדירוג מודים תבצע הורדת דירוג דומה, ולכן כבר במהלך השבוע האחרון האיגרות של החברה זינקו בשוק המשני (כפי שצפינו בסקירתנו משבוע שעבר). כיום האיגרת של זרוע הפיננסיים של GE לפדיון ב-2013 נסחרת במרווח של 480 נ"ב מעל האג"ח המקביל של ממשלת ארה"ב (בהשוואה למרווח של 730 נ"ב בשבוע שעבר) שפירושו רווח הון של 10% תוך שבוע (!). ובמקביל, מיותר לציין כי המניה של החברה זינקה בשבוע החולף ב-36% וכי ה-5Y CDS על האג"ח של החברה ירד בכ-300 נ"ב לרמה של 700 נ"ב.

- דירוג האשראי של **ברקשייר הת'אוני** ירד גם הוא השבוע. חברת הדירוג פיץ' הורידה את הדירוג של החברה עצמה ל "AA+", האג"ח הבכיר ירד לדירוג "AA" ואילו רק חברת הביטוח שמרה על דירוג ה "AAA". פיץ' השאירה את תחזית הדירוג במצב של: תחזית "שליט", מה שאומר כי הדירוג עשוי להמשיך ולרדת בחודשים הקרובים.

BERKSHIRE HATHAWAY INC.

Fitch Ratings

לדעתנו, הורדת הדירוג לברקשייר בוצעה ע"י פיץ' בצורה רשלנית, לא מנומקת ותודלקה בעיקר ע"י הדחף "להיות ראשונה", שהרי – אצל מודיס ו-S&P הדירוג של ברקשייר הוא

<sup>2</sup> קרי חברת הדירוג אינה צופה המשך הורדת דירוג של החברה בטווח של בין חצי שנה לשנתיים הבאות.

"AAA" נקי – ואפילו עם תחזית "ציבה" ללא רבב. אז איך פיץ' מסבירה את המהלך בכל זאת?

היא טוענת כי מדובר במהלך רוחבי שבודק את כל חברות הביטוח, היא מביעה חשש מהחשיפה של ברקשייר לריכוז מניות ספציפיות, ומתלוננת על חוסר בפיזור, ועל חשיפה לנגזרים ולפיננסים. בהמשך הדוח פיץ' מגדישה את הסאה וטוענת, שהיות שוורן באפט הוא איש מפתח בחברה - הדבר מהווה סיכון "שאינו יכול לאפיין חברת AAA" (ואף מוסיפה בצדקנות כי הדבר אינו קשור לכך שהאורקל כבר בן 78). למי שלא הבין את המתודולוגיה של פיץ' נסביר כי אם יש חברה שהיא בטון יצוק, אפס התחייבויות, נכסים עד אין סוף, אבל נתברכה במנכ"ל, בעלים או יו"ר דומיננטי - שמנווט את עסקי החברה ביד בטוחה – חברה זו לדעת פיץ' "תתקשה" להיות "AAA". בתגובה על גיבוב השטויות האלה אנו עוזבים במחאה את המקום ומסרבים להמשיך לעסוק בנושא.

לפני שאנו טורקים את הדלת, נציין שברקשייר מחזיקה 8 מיליארד דולר במניות חברת **קוקה קולה** (8.6% מהחברה), 5 מיליארד דולר במניות **פרוקטר אנד גמבל** (3.3% מהחברה), 4 מיליארד דולר במניות **גולדמן זקס**, 4 מיליארד דולר במניות חברת הרכבות **Burlington**, 4 מיליארד דולר במניות **וויילס פרگو**, 3 מיליארד דולר במניות חברת המזון **Kraft Foods**, 3 מיליארד דולר במניות חברת האנרגיה **ConocoPhillips**, 2 מיליארד דולר במניות חברת **אמריקן אקספרס**, 1 מיליארד דולר במניות **ג'ונסון אנד ג'ונסון**, 1 מיליארד דולר במניות חברת **וול-מארט**, 1 מיליארד דולר במניות בנק **U.S. Bancorp**, 1 מיליארד דולר במניות חברת הדירוג **מודיס** (20%) והיא בעלת אחזקות נאות גם ב **Nike**, ועוד ועוד. ולקינוח נזכיר כי ברקשייר הרוויחה ב-2008 סך של 5 מיליארד דולר, והיה לה תזרים מזומנים חופשי של 5.1 מיליארד דולר (EBITDA: 11.7 מיליארד דולר).

למרות שאנו עדיין רותחים בעניין ברקשייר, ננסה בכל זאת להירגע ולבדוק עוד חברה, שספגה השבוע הורדת דירוג. הפעם מדובר במודיס, שהורידה את דירוג האשראי של ענקית הפרמצבטיקה **פייזר**. ראשית נקדים ונאמר, כי פייזר מדורגת אומנם "AAA" ע"י חברת הדירוג S&P, אך מודיס ופיץ' הורידו זה מכבר את דירוג החברה לכדי AA / Aa1. השבוע חברת הדירוג מודיס הורידה את הדירוג בדרגה נוספת ל "Aa2", והשאירה את דירוג החברה במעקב לקראת המשך הורדה. מודיס מסבירה כי הסיבה העיקרית לחיתוך בדירוג של החברה נעוצה בעובדה שהפנטט המוביל של החברה לטיפול בכולסטרול ("Lipitor") עומד לפוג בקרוב.



Moody's Investors Service

פרט לכך, מודיס מציינת כי הרכישה של פייזר את חברת Wyeth במתווה הרכישה הנוכחי (שפורסם בינואר השנה) מהווה נטל כבד על פייזר וצפוי להביא להמשך הורדת הדירוג עד לרמה של "A1" (!). זאת ועוד, המסמר האחרון בארון של פייזר מבחינת מודיס הוא העובדה, שלחברה יש מעט מדי מוצרים חדשים בקנה (בפרט לאחר שבוטלו לחברה שני מוצרים שהיו כבר בשלב השלישי<sup>3</sup> לקראת אישור).

לזכותה של פייזר ייאמר כי הורדת הדיבידנד היא חיובית לחברה (מה שיאפשר לה לשמור על ההון ויקנה לה יתרונות מיסוי). כמו כן, החברה רווחית מאוד (רווח נקי של 8.1 מיליארד דולר ב-2008) ותזרים המזומנים החופשי שלה מרשים (16.5 מיליארד דולר ב-2008). נטל

<sup>3</sup> בשלב השני החברה הצליח להוכיח אפקטיביות על מדגם בגודל מוגבל. בשלב השלישי, נבדקה האפקטיביות של התרופה על מדגם גדול יותר, וכמו כן נבדקה הבטיחות של התרופה, ותפקודה במקביל לתרופות אחרות.

החוב של החברה אינו גבוה (יחס חוב לנכסים: 15.5%, יחס חוב להון מניות: 30%), ועדיין, לא ניתן להתעלם מכך שחצי מהחוב של החברה הוא לטווח קצר (מה שנראה בעייתי בתנאי השוק הנוכחי) בפרט שהחברה מתעתדת להשתלט בקרוב על חברת Wyeth.



## דיווחים קצרים מהעולם

● **איגרות חוב של סקטור הפיננסיים** היו השבוע כמרקחה, על רקע כמה התבטאויות של אנליסטים וחברי קונגרס בנוגע לסוגיה של "תספורת" למחזיקי האג"ח. הגישה היא לכאורה שוויונית, כאשר יש רצון שמחזיקי האג"ח ישתתפו גם הם בעלויות, ביחד עם משלם המיסים האמריקני וציבור מחזיקי המניות. למרות שלרגע הדרישה נשמעת הגיונית, נזכיר כי ביצוע "תספורת" למחזיקי האג"ח צפויה לגרור הגדרה של Default לאג"ח ובכך להוות טריגר לשוק ה-CDS בעולם. אפקט הדומיניו שהתספורת תגרור אחריה יצית מחדש צונאמי בשווקים, ולכן אנו מייחסים כרגע הסתברות נמוכה ביותר להתקשות על מהלך שכזה.



● ראש ממשלת **סין** הביע ביום שישי האחרון חשש לגבי ההשקעה של ארצו באג"ח של ממשלת ארה"ב. הבית הלבן לא נשאר אדיש ומיד הצהיר כי אין כל חשש באשר לאיגרות הממשל וכי מדובר בנכס הבטוח ביותר בעולם. נציין, כי סין מחזיקה כיום 696 מיליארד דולר של איגרות חוב של ממשלת ארה"ב, ומאז תחילת המיתון בדצמבר 2007 סין אף הגדילה את הפוזיציה שלה באיגרות אלה בצורה משמעותית ביותר (האחזקות של סין באג"ח ממשלת ארה"ב בסוף דצמבר 2007 עמדו על 478 מיליארד דולר בלבד). לדעתנו מדובר בתימרונים פוליטיים בגובה גבוה ואנו לא צופים שום מהלכים קיצוניים בנושא מצידה של ממשלת סין.



בינתיים בכל אופן, לא ניכרת כל חולשה בשוק הראשוני של האג"ח הממשלתי בארה"ב. הממשל גייס בשבוע החולף 63 מיליארד דולר, כאשר המכרז של האג"ח לטווח של 30 שנה היה מוצלח במיוחד ונהנה מביקושי יתר משמעותיים (יחס כיסוי של 2.4, שזה יותר מאשר במכרז הקודם, ויותר מאשר הממוצע בעשרת המכרזים האחרונים).

● הבנק המרכזי של בריטניה התחיל בשבוע שעבר ברכישה של נכסים פיננסיים ככלי מוניטרי לעידוד הצמיחה (הגדלת כמות הכסף, תמיכה בצריכה, יצירת לחץ ליצירת אינפלציה קלה וכד'). הבנק המרכזי בבריטניה מתכוון לרכוש נכסים בסך 75 מיליארד דולר בשלושת החודשים הקרובים לרבות אג"ח ממשלתי וקונצרני לטווחים של 5 עד 25 שנה. בשבוע שעבר רכש הבנק 2 מיליארד ליש"ט של אג"ח ממשלתי ונהנה מביקושים ערים שהסתכמו ל- 10.5 מיליארד ליש"ט. תחילת הרכישות גרמה לזינוק של 3% במחיר האג"ח לטווחים הארוכים, ולעלייה של 1.5% במחיר האג"ח לטווח של 10 שנים.

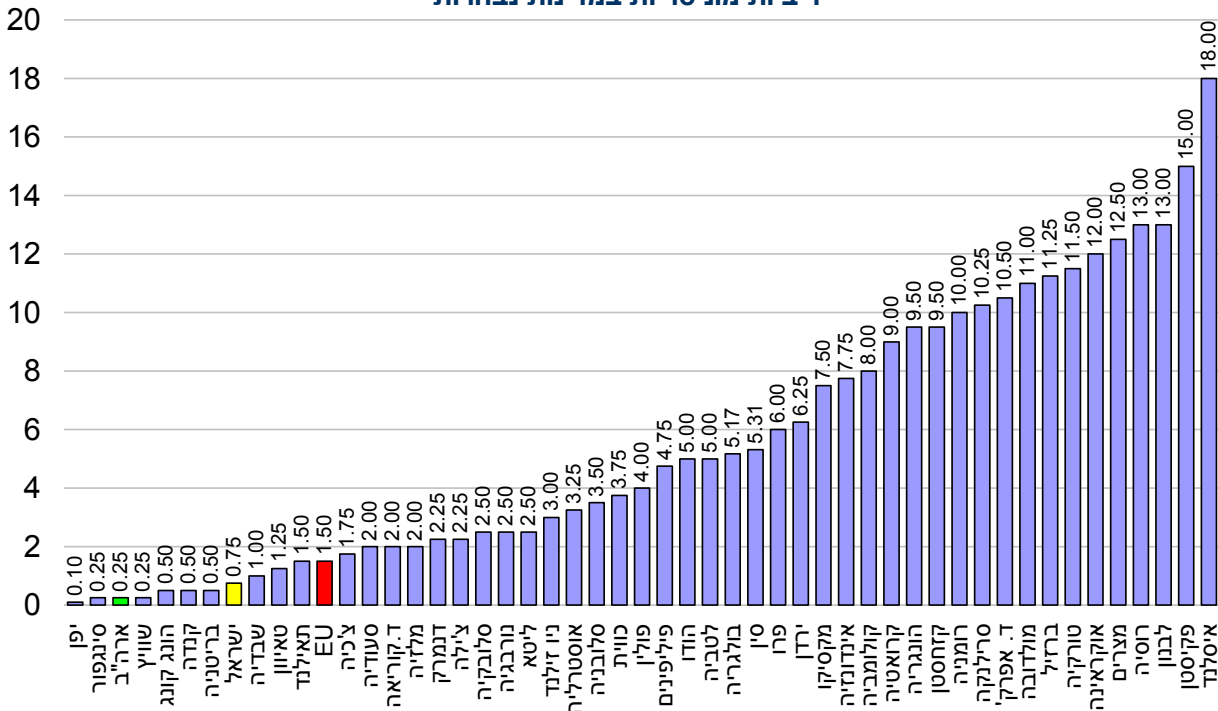


● בולמוס הפחתות הריבית נמשך ע"י הבנקים המרכזיים במלוא המרץ:

- **ניו זילנד** הפחיתה את הריבית ב-50 נ"ב לרמה של 3%
- **לטביה** הפחיתה את הריבית ב-100 נ"ב לרמה של 5%
- **צ'ילה** הפחיתה את הריבית ב-250 נ"ב לרמה של 2.25%

- שוויץ הפחיתה את הריבית ב-25 נ"ב לרמה של 0.25%
- ברזיל הפחיתה את הריבית ב-150 נ"ב לרמה של 11.25%
- קנדה הפחיתה את הריבית ב-50 נ"ב לרמה של 0.5%
- דנמרק הפחיתה את הריבית ב-75 נ"ב לרמה של 2.25%
- ליטא הפחיתה את הריבית ב-50 נ"ב לרמה של 2.5%
- פרו הפחיתה את הריבית ב-25 נ"ב לרמה של 6%
- הפיליפינים הפחיתו את הריבית ב-25 נ"ב לרמה של 4.75%

ריביות מוניטריות במדינות נבחרות



## הנפקות אג"ח בולטות בשוק ההון

ענקית התעופה, **בואינג**, (סימול: BA, דירוג: A+, A+, A2. תחזית "יציבה" מטעם מודיס ופיץ' ו"שליטית" מ S&P) גייסה השבוע סך של 1.85 מיליארד דולר לאחר היעדרות של שש שנים משוק הנפקות. האג"ח הונפק בשלוש סדרות, לטווחים של 5, 10 ו-30 שנה, והאיגרות נמכרו במרווח של 310, 320 ו-330 נ"ב בהתאמה מעל האג"ח המקביל של ממשלת ארה"ב, (לשם השוואה נציין כי ה-CDS של החברה נסחר באזור ה-220 נ"ב). גיוס האג"ח בוצע בעת הנוכחית על מנת לממן בעלות גיוס זולה יחסית הוצאות שוטפות של החברה (לרבות החזר חוב, קנייה עצמית של מניות, הוצאות שכר ופנסיה לעובדים, מימון החברות הבנות וכד').



בואינג היא יצרנית המטוסים הגדולה בעולם (מטוסים אזרחיים וצבאיים), והיא עוסקת בין היתר ביצור מוצרי אלקטרוניקה, מערכות הגנה, טילים, לווינים, משגרים, מערכות תקשורת ועוד. החברה היא אחת מהיצואניות העיקריות של ארה"ב, מעסיקה 160 אלף עובדים, והפעילות שלה פרושה על פני 70 מדינות. אף על פי כן, הלקוח העיקרי של

בואינג הוא לא אחר מאשר ממשלת ארה"ב - אשר בשנת 2008 היתה אחראית ל-46% מהכנסות החברה<sup>4</sup>.

כניסת העולם למיתון והיחלשות הביקושים אילצה את הנהלת בואינג לנקוט בצעד קיצוני ובתחילת 2009 החברה הודיעה שבכוונתה להתייעל ולפטר לא פחות מ-10,000 עובדים במהלך השנה הנוכחית. בהקשר זה של יחסי עבודה, יש להזכיר כי בשנת 2008, הנהלת החברה נאלצה להתמודד עם צרות מבית, שעה שהעובדים השביתו לפרק זמן של כחודשיים את ייצור המטוסים המסחריים ובכך גרמו נזק כלכלי כבד לחברה (אובדן הכנסות בסך 4.3 מיליארד דולר שהתרכז ב-Q4, שווה ערך למינוס \$1.63 למניה). בסיכום שנתי ביצועי החברה היו בכל זאת סבירים: ההכנסות עמדו על 61 מיליארד דולר, הרווח התפעולי 3.95 מיליארד דולר והרווח הנקי 2.7 מיליארד דולר (\$3.7 EPS למניה). ואולם, ב-2008 תזרים המזומנים החופשי של בואינג נפגע קשה ואף היה שלילי - מינוס 2.1 מיליארד דולר (לעומת +7.9 מיליארד דולר ב-2007).

החוב של החברה עמד בסוף 2008 על כ-7.5 מיליארד דולר (חוב קטן יחסית, יחס חוב-לנכסים: 14%), כאשר מרבית החוב הוא חוב ארוך (למעשה, יותר מ-93% מהחוב הוא לזמן ארוך).

את שנת 2008 החברה סיימה כשבקופתה 3.3 מיליארד דולר, ולגבי שנת 2009, הנהלת חברה אופטימית למדי (לדעתנו: "אופטימית מדי"). צבר ההזמנות נמצא ברמת שיא (352 מיליארד דולר, שזה פי 5 בהשוואה להכנסה השנתית של החברה), ואם לא תהייה הפתעות מצידו של וועד העובדים המיליטנטי - בואינג עתידה לרשום הכנסות של לפחות 68 מיליארד דולר השנה (EPS של בין \$5.05 ל-\$5.35), וליהנות מתזרים מזומנים חיובי בסך של לפחות 2.5 מיליארד דולר.

זרוע הפיננסיים של בואינג, Boeing Capital Corp. (דירוג: A+, A+, A2) עוסקת בעיקר בליסינג מטוסים, ובעזרה מימונית ללקוחות בואינג לצורך ביצוע עסקאות עם החברה האם. זרוע הפיננסיים היא חברת בת של בואינג (100% בעלות) והיא הבעלים הרשומים של 325 מטוסים. זרוע הפיננסיים מנפיקה גם היא אג"ח מעת לעת וכיום האיגרת שלה לפדיון ב-2013 נסחרת במרווח של 285 נ"ב מעל האג"ח הממשלתי המקביל.

**בקצרה:** בואינג בעלת נטל חוב נמוך, אינה ממונפת, ויזמה לאחרונה צעדי התייעלות דראסטיים למדי (פיטורי 10,000 עובדים). מצד שני, פריון העבודה נמוך, החברה סובלת מאיגוד עובדים מיליטנטי שהנהיג שביטה כואבת, והמיתון צפוי לפגוע בביקוש לתוצרת החברה. אנו לא מבינים מהיכן הנהלת החברה שואבת את האופטימיות שלה לגבי 2009 - וככל שאנו רואים זאת, הלקוחות של בואינג (חברות התעופה כמו גם הממשל האמריקני) צפויים להיות חסכנים במיוחד ולהמעיט בחידוש צי המטוסים, לבטל הזמנות או לכל הפחות לבקש דחייה במסירה. אנו לא מוצאים שום הצדקה למרווח ההדוק בו האיגרות של החברה נסחרות, ובוודאי שאיננו רואים סיבה לצפות להתהדקות נוספת במרווח.

**מסקנה:** אנו בדעה כי האג"ח של בואינג והאג"ח של זרוע הפיננסיים שלה אינו אטרקטיבי, הן לגבי שחקני מרווח והן לגבי שחקני Buy and Hold.

<sup>4</sup> עובדה זו אינה חריגה לגבי החברה. חברות אחרות כגון לוקהיד מרטין למשל, מתבססות באופן קיצוני עוד יותר על תקציבים ממשלתיים (במקרה של לוקהיד מרטין, 85% מהכנסות החברה מגיעות מהממשלה).

למידע נוסף, צרו קשר :

**עפר לב**

מנהל מחלקת חו"ל  
טלפון: 03-5193488  
ofer@ibi.co.il

**אייל קליין**

אסטרטג ראשי לשווקים בינ"ל  
טלפון: 03-5190394  
klein@ibi.co.il

**יאן טויטש**

מנהל השקעות אג"ח חו"ל  
טלפון: 03-5193453  
Jan@ibi.co.il

**לאונור טרקיאלטאוב**

מנהלת מח מט"ח  
טלפון: 03-5193468  
Leonor@ibi.co.il

**מיה אבני**

דסק חו"ל  
טלפון: 03-5190377  
maya@ibi.co.il