

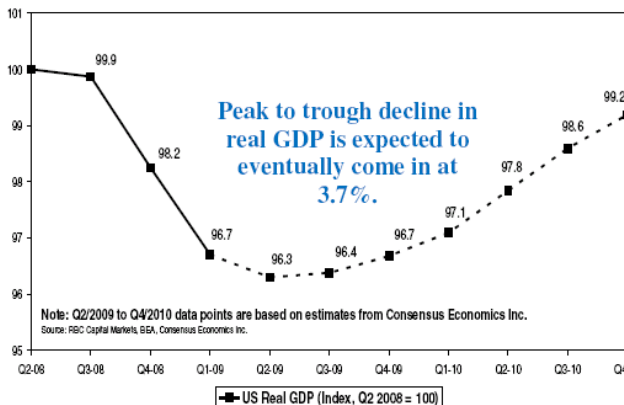
מחקרים נבחרים: האם סוף המיתון קרב?, השקת כיסוי: כרטיסי אשראי, לקראת הרבעון: הום דיפו, אינטרנט זהב, 012 סמייל, בעקבות הרבעון: אורמת

המלצת השקעה

אסטרטגיית השקעה: האם סוף המיתון קרב?

- השלב הראשון בראלי בשוק דובי הוא בדרך כלל דינאמי אך בה בעת בלתי ניתן להבחנה ממהלך הירידה הכללית של השוק. התנהגות השוק מאז ה-9 במרץ, 2009, אשר אופיינה בעלייה של 34% במחירי המניות תוך 45 ימי מסחר הייתה מובחנת, בלשון המעטה. רק העלייה בת 90% אשר התרחשה ב-45 הימים הראשונים לאחר המפולת של תחילת שנות ה-30, והקפיצה של 30% באותו פרק זמן לאחר השוק הדובי שהושפע מאפקט וולקר (Volcker) הם מקרים ברי-השוואה.
- בהנתן המצב השביר בו נמצאת הכלכלה קשה לאנשים לדמיין בעיני רוחם את מערכת התנאים אשר תרגיע את הכלכלה ושווקי ההון. משקי הבית איבדו את שווה הערך בעושר לכמעט שנה של תמ"ג נומינלי, שוק העבודה בבעיה, רוחי החברות נראה כאילו קפצו מהצוק, הדפלציה הגיעה, ארה"ב צפויה להכנס לגרעון הגדול ביותר מאז מלה"ע השנייה והמגזר הפיננסי מונשם במכונת החייאה ממשלתית.
- בטווח הקצר, נראה כי השוק מתוח כמעט עד קצה, ואנו מאמינים כי אנשים יחזו בתדירות גבוהה יותר את סוף הראלי הדובי בהנתן סימן ראשוני לחולשה במחירי המניות. אולם, רק בראייה לאחור נדע האם ה-9 במרץ סימן את תחילתו של שוק דובי בן 18 חודשים.
- עם זאת, יציאה מהמיתון ללא ספק תקשיח את הרצפה מתחת למחירי המניות. אינדיקטורים כלכליים בעלי היסטוריה טובה בסימון סופו של מיתון כוללים את מדד ISM Manufacturing Composite Index וכן את הממוצע הנע החודשי של תביעות דמי אבטלה:
 - עליה של מדד ה-ISM מעל ל-41 הקדימה צמיחה חיובית בתמ"ג תוך רבעון אחד ב-89% מהמקרים, ותוך שני רבעונים ב-100% מהמקרים מאז 1948. כיום ה-ISM עומד על 40.1.
 - ירידה של יותר מ-9.4% בממוצע החודשי לתביעות דמי אבטלה הקדימה את סופו של כל מיתון מאז ראשית שנות ה-70. לשם כך, ובהנחה כי לא יהיו רביזיות בנתונים, על מספר התביעות לרדת בממוצע ב-18 אלף בשבוע במשך השבועיים הבאים.
- בינתיים, הנתונים השבועיים האחרונים לגבי צרכנות באותה חנות (same store) וכן לגבי קניות ברשתות מצביעים על גידול חיובי שנה/שנה בהוצאות קמעונאיות, זאת אפילו לפני שתכנית התמריצים של אובמה תקבל הזדמנות להכנס להילוך במחצית השנייה של 2009. בה בעת, יתכן ושוק התעסוקה נמצא במצב יותר טוב מאשר אנשים חושבים: אמנם, סקר תעסוקה שנערך לאחרונה העלה כי מספר מקומות העבודה ירד ב-539 אלף בחודש, אך מאידך, סקר משקי הבית, התנדודתי יותר, הראה על עלייה של 120 אלף מקומות עבודה באותו חודש – זהו הסקר הראשון השנה אשר הצביע על עלייה.

Real GDP in Today's Recession, Real GDP in All Prior Recessions since the 1920s



US Recessions & GDP			Duration in Months	GDP contraction from Peak-to-Trough (%)
Mar-01	to	Nov-01	8	-0.4
Jul-90	to	Mar-91	8	-1.3
Jul-81	to	Nov-82	16	-2.6
Jan-80	to	Jul-80	6	-2.2
Nov-73	to	Mar-75	16	-3.1
Dec-69	to	Nov-70	11	-0.6
Apr-60	to	Feb-61	10	-1.0
Aug-57	to	Apr-58	8	-3.2
Jul-53	to	May-54	10	-2.6
Nov-48	to	Oct-49	11	-1.7
Feb-45	to	Oct-45	8	-1.1*
May-37	to	Jun-38	13	-3.4*
Aug-29	to	Mar-33	43	-26.6*
Avg Post WWII			10	-1.9
Avg			13	-3.8*

*Pre-WWII GDP are estimates based on annual data.

Source: RBC Capital Markets, NBER, BEA, Global Financial Data Inc.

מניות בנקים ושירותים פיננסיים

U.S. Bancorp (NYSE: USB) – מחשבות בעקבות כוונות USB לגייס הון ולשלם בחזרה את כספי TARP

- **גיוס צפוי של \$2.5 מיליארד – USB** הכריז על גיוס הון באמצעות הנפקת מניות של \$2.5 מיליארד דולר, עם אפשרות להקצאת-יתר של 15% נוספים. ההון המגויס מיועד כולו לרכישה חוזרת של כל מניות הבכורה וה-warrants אשר הונפקו למשרד האוצר האמריקאי כחלק מתכנית TARP. הבנק יודיע לאוצר על התכנית, בכפוף להתייעצות עם הרגולטור.
 - **הנפקת חוב לטווח בינוני:** הבנק גם מתכנן לגייס הון באמצעות הנפקת אגרות לטווח בינוני, דבר אשר לדעתנו יכול לחזק את הקייס מול משרד האוצר שכן USB ידגים יכולת הנפקת חוב גם ללא ערבות ממשלתית. סך ההנפקה לא פורסם, ואין הנפקה אחת תלויה ברעותה.
 - **מחשבות על ההנפקה:** אמנם, הופעתנו מעט מגודל הגיוס בהתחשב בתוצאות האחרונות של ה-Stress Test. עם זאת, ההנהלה הבהירה היטב את רצונה להחזיר את כספי TARP, ואנו בהחלט תומכים בהחלטתה בהנתן הדילול הקטן יחסית למניות, ופוטנציאל אקריטי לרווחים.
 - **מחשבות על המנייה:** אנו ממשיכים להיות מאוד זהירים בכל הנוגע למניות בנקים. עם זאת, אנו מאמינים כי רמות ההון החזקות, היסודות העסקיים החזקים והסביבה העסקית הטובה לגידול פוטנציאלי בנתח השוק של USB מצדיקות את דירוג "תשואת יתר" שלנו.
- השקת כיסוי: סקטור כרטיסי האשראי – אמריקן אקספרס, קפיטל וואן פיננשיאל, דיסקבר**
- **השקת כיסוי:** אנו משיקים כיסוי על חברות כרטיסי האשראי הבאות:
 - **American Express (NYSE: AXP)** – בדירוג "תשואת חסר", סיכון מעל הממוצע ומחיר יעד של \$18
 - **Capital One Financial (NYSE:COF)** – בדירוג "תשואת שוק", סיכון מעל הממוצע ומחיר יעד של \$20
 - **Discover Financial (NYSE:DFS)** – בדירוג "תשואת שוק", סיכון מעל הממוצע ומחיר יעד של \$8
 - אנו זהירים בכל הנוגע להשקעה בקבוצת המניות שכן אנו עדיין רואים רוחות נגד משמעותיות בכלכלה האמריקאית, וצופים כי הדבר יכביד על כל שלוש החברות אל תוך שנת 2010.
 - **חולשת אשראי היא דאגתנו העיקרית:** אבטלה נמצאת במתאם גבוה לחריגות אשראי ומחיקות, ואנו מאמינים כי בשנה הקרובה צפויה הפרשה גדולה להפסדים צפויים בהינתן המצב הכלכלי בעולם. אנו מצפים כי שיעור ה-charge-offs הממוצע בתעשייה יהיה מעל 11%, רמה גבוהה בהרבה מבעבר.
 - **לרשתות מותגי כרטיסי אשראי קיים ערך ארוך-טווח:** אמריקן אקספרס ודיסקבר מפעילות רשתות עמצאיות של מותגי כרטיסי אשראי, אשר להערכתנו מוסיפות ערך משמעותי לאופרציה. אמנם הטווח הקרוב הוא בעייתי בשל המיתון, אולם אנו מצפים מתעשיית כרטיסי האשראי להמשיך ולצמוח שכן צרכנים ממשיכים להעדיף את הנוחות שבכרטיסי הפלסטיק על פני מזומן וצורות תשלום אחרות.
 - **הטווח הקרוב נראה רע:** הצפי שלנו לביצועים בטווח הקרוב של שלוש החברות אינו אופטימי במיוחד. אנו לא מצפים כי המחיקות יגיעו לשיא אלא בתחילת השנה הבאה, ולכן אנו מאמינים שבהינתן התנאים הנוכחיים בכלכלה, הרי שהפסדים תפעוליים או רווחים צנועים יהיו מנת חלקן של החברות אל תוך 2010. התאוששות כלכלית מהירה או דעיכה בגידול באבטלה עשויים להקל מעט מהלחץ. אין אנו צופים ROE גבוה כמו בעבר, ומציינים כי מדיניות האשראי וההלוואות נהייתה שמרנית יותר. אנו צופים ROE של 10%-15% במוצע לקבוצה כאשר נצא מהמשבר, ואנו חושבים כי יתכן ומשקיעים אינם נותנים דיסקאונט לתרחיש אפשרי זה.

Competitor Services Chart

	Card Issuer	Third-Party Processor/ Acquirer	Merchant Acquirer	Card Network	Card Loan Securitized
Vertical Card Businesses					
American Express	X	X	X	X	X
Discover	X	X	X	X	X
Networks					
VISA				X	
Mastercard				X	
JCB				X	
Diner's Club (1)				X	
Banks/Issuers					
JPMorgan Chase	X		X		X
Bank of America	X		X		X
Citigroup	X		X		X
Capital One	X		X		X
Wells Fargo	X		X		
Third-Party Processors/Acquirers					
Chase Paymentech (2)		X			
First Data		X			
BA Merchant Services (3)		X			
Evalon (4)		X			

(1) Diner's Club was purchased by Discover in 2008.
 (2) Chase Paymentech is a wholly owned subsidiary of JPMorgan Chase.
 (3) BA Merchant Services is a wholly owned subsidiary of Bank of America
 (4) Evalon is a wholly owned subsidiary of US Bancorp.
 Source: RBC Capital Markets

Bear/Bull Scenarios

	Bear	Bearish	Mixed/Uncertain	Bullish	Bull
Short-Term (1 Year or Less) Stock Strategies	Sell AXP Sell COF Sell DFS	Sell AXP	Sell AXP	Buy COF Buy DFS	Buy COF Buy DFS Buy AXP
Longer-Term (> 1 Year) Stock Strategies	Sell AXP Sell COF Sell DFS			Buy COF Buy DFS	Buy COF Buy DFS Buy AXP
Options Strategies	Ratio Bear Spreads Buy Puts Write Calls Synthetic (Sell Write)	Collars Bear Spreads Synthetic (Sell Write)	Straddles/Strangles/Vol Trades volatile is view, short if falling volatility	Risk Reversal Bull Spreads Buy-Write	Ratio Bull Spreads Buy Calls Write Puts Buy-Write

Source: RBC Capital Markets

קמעונאות

The Home Depot, Inc. (NYSE: HD) – לקראת תוצאות רבעון ראשון

- לקראת תוצאות הרבעון:** אנו מעט מעלים את תחזיתנו לרבעון הראשון וצופים רווח למניה של \$0.27 והכנסות של \$15.5 מיליארד. עיקר השינוי נובע מכך שאנו חוזים ניהול הוצאות טוב יותר. נציין כי מספר חברות, כולל Masco ו-Scott's Miracle-Gro הצביעו על שיפור במכירות ברבעון הראשון מרמת המכירות ברבעון הרביעי (בנטרול עונתי). חוזקה מיוחדת נצפתה ב-Scott's (מוצרי גינון ודשא), בעוד Masco מדווחת על עלייה רבעונית קלה. מנגד, Black and Decker דיווחה על הדרדרות משמעותית מרמות המכירות של הרבעון הרביעי. אנו מאמינים כי מוצרים בסכומים גבוהים (big ticket) ומוצרי מותרות עדיין נמצאים תחת לחץ, בעוד מוצרים עונתיים ומוצרי תחזוקה ותיקונים בסיסיים מראים עמידות יחסית. למרות שיפור מסויים בשוק הדיור, אין אנו צופים כי רמת ההוצאות תגיע לתחתית לפני אמצע 2010.
- השקעה דפנסיבית, אבל הערכת השווי פחות אטרקטיבית:** אנו מאמינים כי להום דיפו יש מודל טוב יותר וכי היא דפנסיבית יותר מ-Lowe's (LOW, "תשואת יתר"). עם זאת, לדעתנו הערכת השווי של הום דיפו פחות אטרקטיבית מזו של LOW כיום.
- ליסיכום:** בשל אסטרטגיית הקיצוץ האגרסיבי בהוצאות אנו מאמינים כי הום דיפו תוכל לתמוך ברווחים ברבעונים הקרובים יותר מ-Lowe's. שתי המניות יהיו לדעתנו מניות "must own" כאשר שוק הדיור יתחיל להתייבב, אולם בטווח הקרוב אין אנו רואים שיפור במכירות. דירוגנו ל-HD הוא "תשואת שוק" ומחיר היעד שלנו, \$22 מבוסס על מכפיל 15 על הערכות הרווח למניה שלנו לשנת 2010.

אנרגיה

Ormat Technologies, Inc. (NYSE: ORA): התחלה חזקה לאורמת ב-2009; דחיות פרוייקטים מעכבות את הצמיחה

- אנו חוזרים על דירוג "תשואת יתר" ומעלים את מחיר היעד שלנו לאורמת ל-\$52 מ-\$46.** אורמת ממשיכה להוביל את תעשיית האנרגיה הגיאותרמית האמריקאית וממצבת את עצמה לצמיחה עתידית. אנו ממשיכים להחזיק בדעה כי ככל שמשקיעים יביטו על המניה כהשקעה ארוכת-טווח, כך תעלה מניית אורמת להערכת שווי מעל קבוצת הייחוס שלה, בהתחשב בהיסטוריה ובהצלחה האופרטיבית שלה עד כה, הפיילין החזק שלה בפיתוח, והביקושים החזקים לאנרגיה גיאותרמית.
- המיצוב לצמיחה עתידית ישתלם:** חוץ מתחזיות הצמיחה לשנים 2009 ו-2010, החברה ממשיכה לכוון באגרסיביות לקצב תפוקה של 100MW בשנה. מערכי החיפוש (rigs) אותם רכשה החברה בשנה-שנתיים האחרונות איפשרו לה להגביר את מאמצי החיפוש. וגם אם התהליך הוא בעל אופק זמן של 3-5 שנים, אנו מצפים כי המאמצים ישאו פרי ב-2011. בינתיים, התיאבון לאנרגיה גיאותרמית נותר בריא, ואנו מעריכים כי יתרום עוד לצבר ההזמנות של אורמת. בנוסף, אורמת טרם נהנתה מתכנית התמריצים, ואנו מצפים לעלויות מיומן נמוכות יותר כאשר ההטבות לסקטור יחלו.

טכנולוגיה

Internet Gold (NASDAQ: IGLD), 012 Smile.Communications Ltd. (NASDAQ: SMLC) – לקראת תוצאות רבעון ראשון

- אינטרנט זהב -012 סמייל צפויות לדווח תוצאות רבעון הראשון של 2009 ב-19 למאי.** אנו מעלים את תחזיות ההכנסות והרווח למניה שלנו, שכן נראה כי השפעות המיתון עד כה הן פחות חמורות מכפי שצפינו בתחילה. אנו צופים כי התוצאות יהיו flat שנה/שנה ויציגו ירידה רבעונית בשל העונתיות הטיפוסית לחודש מרץ:

 - 012 סמייל:** אנו מאמינים כי החברה ממשיכה לבצע על פי התכנית במגזר ה-ISP וכי השפעות המקרו מוגבלות כרגע לדקות יוצאות בשיחות הבינלאומיות (ILD). כמו כן, אנו מצפים כי סביבת המט"ח העדיפה דולר/שקל תאזן השפעות שליליות אלו במידה רבה. אי לכך, העלנו את תחזיותינו ואנו מצפים להכנסות של 260 מיליון ש"ח (ירידה של 1% שנה/שנה), EBITDA של 60 מיליון ש"ח ורווח מזומן למניה (Cash EPS) של 0.70 ש"ח.
 - אינטרנט זהב:** העלינו את צפי ההכנסות והרווחיות שלנו כדי לשקף ביצועים טובים יותר בסמייל תקשורת (95% מההכנסות, 72% אחזקה). עם זאת, אנו שומרים על הערכתנו לסמייל מדיה (5% מההכנסות, 100% אחזקה), שכן ביטחוננו במגזר פעילות זה, אשר אינו בליבת העסקים, נותר נמוך. לרבעון הראשון אנו צופים 270 מיליון ש"ח בהכנסות, 61.4 מיליון ש"ח ב-EBITDA ו-Cash EPS של 0.41 ש"ח.
- פרספקטיבת השקעה:** אינטרנט זהב נסחרת במכפיל EV/EBITDA של 2.8 על הערכתנו לשנת 2009, וסמייל תקשורת נסחרת במכפיל 3.6 – שתייהן בדיסקאונט משמעותי לקבוצת הייחוס הישראלית והבינלאומית אשר נסחרת במכפיל ממוצע של 5.3~. אנו חוזרים על דירוג "תשואת שוק" למניית אינטרנט זהב IGLD, ומעדיפים השקעה ישירה בסמייל תקשורת (SMLC) שהינה האחזקה המשמעותית יותר ומנוע הצמיחה העיקרי, אשר אותה אנו מדרגים בדירוג "תשואת יתר".

מבלי לגרוע מהאמור לעיל הניתוח הכלול בדוח זה הנו למטרת אינפורמציה בלבד, ובשום אופן אין לראות בו הצעה או ייעוץ לרכישה ו/או מכירה ו/או החזקה של ניירות הערך המתוארים בניתוח. הניתוח אינו מהווה בשום צורה שהיא תחליף לייעוץ השקעות המתחשב בנתונים ובצרכים המיוחדים של כל אדם. הניתוח מופנה למשקיעים מוסדיים בלבד כחומר מסייע ואין לקבל על בסיסו החלטות השקעה כלשהן. המידע המופיע בדוח אינו מתיימר לכלול את כל המידע הדרוש למשקיע זה או אחר. למשקיעים שונים עשויות להיות מטרות שונות, ובהתאם לכך על כל משקיע להתאים את השקעותיו למטרותיו וצרכיו. חברת תמיר פישמן ושות' בע"מ ("תמיר פישמן") חברת האם של תמיר פישמן ניהול השקעות, חברות בשליטה וכן עובדיהם, נושאי המשרה בהם ובעלי מניותיהם, לא יהיו אחראים בכל צורה שהיא לנזק ו/או הפסד שיגרם משימוש בניתוח זה. תמיר פישמן, ותאגידים מקבוצת תמיר פישמן עוסקים בחיתום, שיווק השקעות, ניהול השקעות, בנקאות להשקעות ניהול קרנות נאמנות, ניהול קופות גמל, ניהול והשקעה בקרנות הון סיכון וקרן נדל"ן, ובפעילויות אחרות בשוק ההון. בהתאם לכך, הנחת הקורא צריכה להיות שתמיר פישמן ותאגידים מקבוצת תמיר פישמן, עובדיהם, נושאי המשרה בהם ובעלי מניותיהם מחזיקים בניירות הערך המתוארים בדוח זה ו/או שיש להם זיקה אחרת לניירות הערך וכן שהם יקנו או ימכרו את ניירות הערך כולם או חלקם אחרי או לפני הוצאת הדו"ח. בנוסף הדו"ח יכול שיתייחס לניירות ערך שלקבוצת תמיר פישמן יש זיקה אליהם בשל תמורה שתקבל מאת מנפיק ניירות הערך ולא מוכריו ולא מפיציו במסגרת מתן שירותים ובכלל זה שירותים בשוק ההון, לרבות שירותי חיתום.

גילוי נאות:

דוח זה מופנה למשקיעים מוסדיים המנויים בתוספת הראשונה לחוק ניירות ערך. תשכ"ח 1968. בלבד ואין להעביר כלל אישור מראש ובכתב מתמיר פישמן ניהול השקעות בע"מ. דוח זה מהווה תרגום חופשי ומתומצת של הדוח המלא בשפה האנגלית של RBC CAPITAL MARKETS המצ"ב לתמצית זו. חובה על קורא התמצית לקרוא את הדוח המלא במלואו בכדי לקבל תמונה מלאה וכוללת של הדוח. ראו גילוי נאות נוסף בסוף המסמך.

www.tamirfishman.co.il