



ענקית הטבק מארה"ב מציגה תשואה גבוהה בסיכון בינוני

MO 9.7 10/11/2018 (\$) – 5.70% / 204Bp spread

דסק אג"ח
בינלאומי

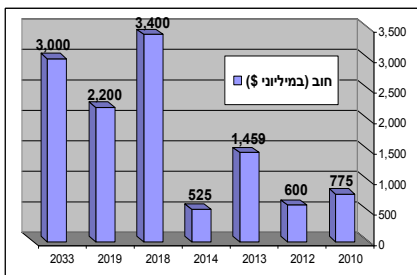
נתונים אגרת החוב

שם האג"ח	MO 9.7
מטבע	דולר
תשואה לפדיון	5.70%
מרווח מעל אג"ח ממשלתי ל-10 שנים	Bp 204
תאריך פדיון	10/11/2018
תאריך הנפקה	10/11/2008
גודל סדרה	3.1 מיליארד
דירוג Moody's/S&P	Baa1/BBB
אופק Moody's/S&P	יציב/שליילי
מח"מ	6.2
סוג הבטוחה	Company Guaranteed

נתונים עיקריים (במיליוני \$)

שווי שוק	43,087
הון עצמי	4,072
סה"כ מאזן	36,677
הכנסות שנתי	23,556
EBITDA שנתי	5,205
מרווח EBITDA	22.08%
FCF	3170
חוב נטו	10089
חוב ברוטו	12,001
הוצאות ריבית	1,185
רווח נקי שנתי	3206
הון עצמי למאזן	0.11
חוב נטו להון עצמי	2.48
חוב נטו ל-EBITDA	1.94
חוב נטו ל-FCF	3.18
ריבית EBITDA	22.79%
שווי שוק להון עצמי	10.58

עד לפדיון החוב בשנת 2018 על Altria להחזיר 20% בלבד מסך החוב שלה (מידע נוסף על פריסת החוב הנוחה של החברה בעמוד 4).

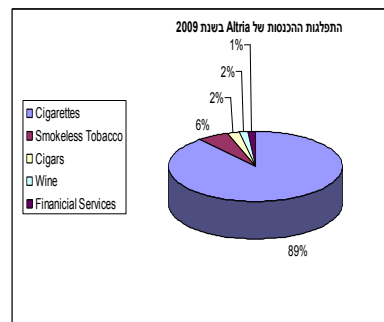


במשפט אחד – Altria המחזיקה ב-Philip Morris USA, היא חברה בסיכון בינוני עם צפי לירידה בסיכון, והאג"ח שלה מעניקה תשואה גבוהה של 5.7%.

1. סקטור הטבק נחלש בשנים האחרונות – עקב הטרנד הבריאותי שאינו פוסח על ארצות הברית, עלתה המודעות בציבור לסכנות בנושא העישון, והשימוש בסיגריות נמצא בירידה.

2. Altria מחזיקה בחברת Philip Morris USA – בעקבות הפיצול (Spin-Off) שבוצע בתחילת 2008, Altria משווקת את מוצרי הטבק של Philip Morris בארצות הברית בלבד, ואילו פעילות הייצור והשיווק הבינלאומיות עברה לחברת Philip Morris International (סימבול PM).

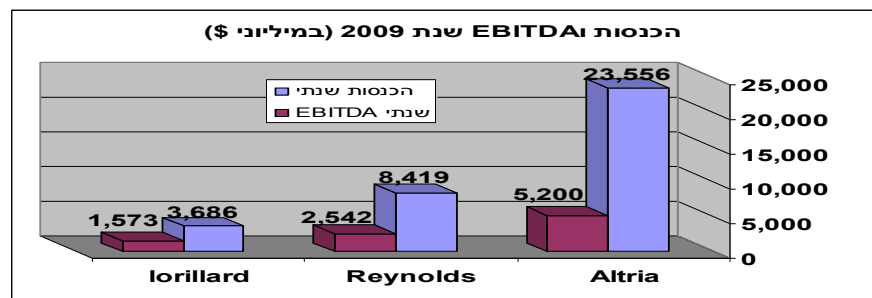
3. Altria היא חברת הטבק הגדולה בארצות הברית – עם נתח שוק של כמחצית משוק הסיגריות בארצות הברית ומותגים מובילים כגון "Marlboro" ו-"Parliament", והרכישות שביצעה החברה בשנתיים האחרונות שנועדו להפוך את החברה מחברה לייצור סיגריות לחברה לשיווק מוצרי טבק ואלכוהול, שכן Altria 28% אחזקה בממשלת הבירה SABMiller ומחזיקה בחברה לייצור יינות יוקרה



פרטים נוספים ונתונים כספיים מחכים לכם בעמודים 2-3).

4. Altria הרבה יותר גדולה מהמתחרות בשוק הטבק –

בסקטור בעל סיכון כמו סקטור הטבק, ישנה חשיבות עצומה לכמות המכירות וה-EBITDA, שכן במידה ויורדות הכנסות החברה, המשך הטרנד הבריאותי או גידול רגולטורי יכול להביא לירידה בהכנסות ולהעלאת הסיכון באופן משמעותי. (נתונים נוספים בעמודים 4-5)



5. תשואה גבוהה מול סיכון בינוני הצפוי עוד לרדת –

האג"ח של Altria לשמונה שנים מעניקה תשואה של 5.7% עם מרווח של Bp 204 מעל אג"ח ממשלתית לעשר שנים. יחסי הכיסוי של החברה ממצבים אותה כבעלת סיכון בינוני יחסית לחברות מובילות בשוק האמריקאי עם יחס חוב נטו ל-EBITDA של 1.94 ויחס חוב נטו ל-FCF של 3.18. יחסי הכיסוי החזויים לשנת 2010 עוד יותר טובים ועומדים על חוב נטו ל-EBITDA של 1.35 וחוב נטו ל-FCF של 2.48 בלבד.

לסיכום – Altria מציגה תשואה גבוהה עם סיכון בינוני עם ציפיות לשיפור ביחסי הכיסוי וירידה ברמת הסיכון בשנים הקרובות.

Altria – ענקית טבק אמריקאית

Altria היא חברת הסיגריות הגדולה בארצות הברית עם נתח שוק של כמחצית משוק הסיגריות האמריקאי. החברה מחזיקה ב**פיליפ מוריס USA** שמשווקת את מותג הסיגריות "Marlboro", שהוא מותג הסיגריות הנמכר ביותר בעולם, "Parliament" ו-"L&M". שלושה מותגים אילו מהווים חלק נכבד ממכירות החברה. בדיוק מסיבה זו, החליט דירקטוריון החברה להפוך אותה מחברת סיגריות מובהקת לחברה המייצרת מגוון של מוצרי טבק ואלכוהול. בשנת 2009 השלימה החברה את רכישתה של UST האמריקאית, שהינה חברה לייצור טבק שלא נועד לעישון (Smokeless tobacco) ביותר מאחד עשר מיליארד דולר. בנוסף בשנת 2007 רכשה Altria את יצרן הסיגריות ג'ון מידלטון ויקב לייצור יינות יוקרה (St. Michelle wine estates), בנוסף החברה מחזיקה למעלה מ-28% במבשלת הבירה סאב-מילר (SABMiller).

החברה עברה שינויים משמעותיים בשנים האחרונות שעברה שני תהליכים מהותיים, בשנת 2007 החליטה Altria למכור את אחזקתה בקראפט מזון (Kraft Food), ובשנת 2008 עת החליטה החברה על ביצוע פיצול (Spin-off) כשהפרידה את פעילות פיליפ מוריס לשתי חברות שונות, פיליפ מוריס USA פועלת אך ורק בשוק האמריקאי הינה חברת בת של Altria ואילו פיליפ מוריס העולמית (Philip Morris International).

מייצרת ומשווקת את מוצרי החברה לשאר השווקים מלבד ארה"ב ונסחרת כחברה שונה (סימבול PM). כתוצאה מהפיצול הצליחה החברה להתמקד בשוק האמריקאי בלבד ולהתאים עצמה לטעמיו ובד בבד לעמוד בתוכנית ההתייעלות שהציבה לעצמה בשנת 2007. **בשלוש השנים האחרונות חסכה Altria מעל למילארד דולר בהוצאות, כאשר ציפיות החברה מעריכות כי היא תצליח לחסוך למעלה מחצי מיליארד דולר בשנתיים הקרובות.**

נתונים כספיים (עם הערכות לשנת 2010)

ממוצע רב שנתי	2006	2007	2008	2009	2010E	
11,089	18,554	18,902	2,828	4,072	4,692	הון עצמי
56,542	104,531	57,746	27,215	36,677	41,414	סה"כ מאזן
19,968	18,474	18,485	19,356	23,556	17,218	הכנסות שנתי
4,568	4,263	4,141	4,667	5,200	6,706	EBITDA שנתי
22.92%	23.08%	22.40%	24.11%	22.08%	38.95%	מרווח EBITDA
7,732	13,187	9,930	4,640	3,170	3,690	FCF
4,475	3,704	4,548	-442	10,089	9,163	חוב נטו
446	225	205	167	1,185	1,079	הוצאות ריבית
7,487	12,022	9,786	4,930	3,208	3,896	רווח נקי שנתי
0.18	0.18	0.33	0.10	0.11	0.11	הון עצמי למאזן
0.69	0.20	0.24	-0.16	2.48	1.95	חוב נטו להון עצמי
0.95	0.87	1.10	-0.09	1.94	1.37	חוב נטו ל EBITDA
0.96	0.28	0.46	-0.10	3.18	2.48	חוב נטו ל FCF
9.15%	5.28%	4.95%	3.58%	22.79%	16.09%	ריבית ל EBITDA

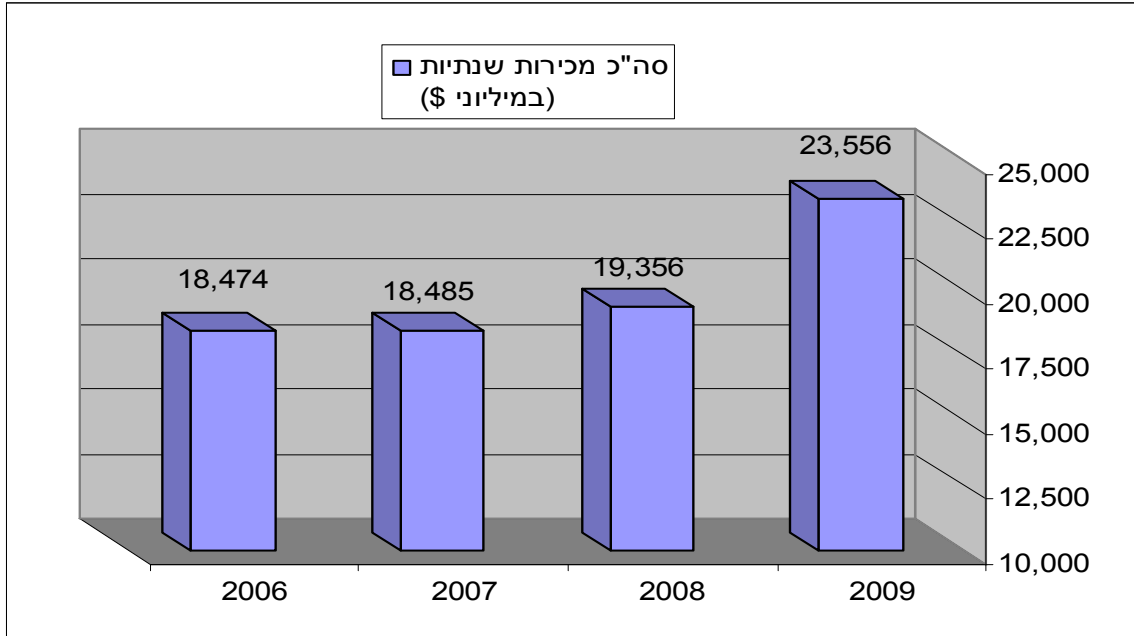
העברת דו"ח זה לצדדים שלישיים ללא אישור מראש ובכתב מכלל פיננסים ברוקראז' מהווה הפרה של זכויות היוצרים

ראה הערת אזהרה בסוף המסמך

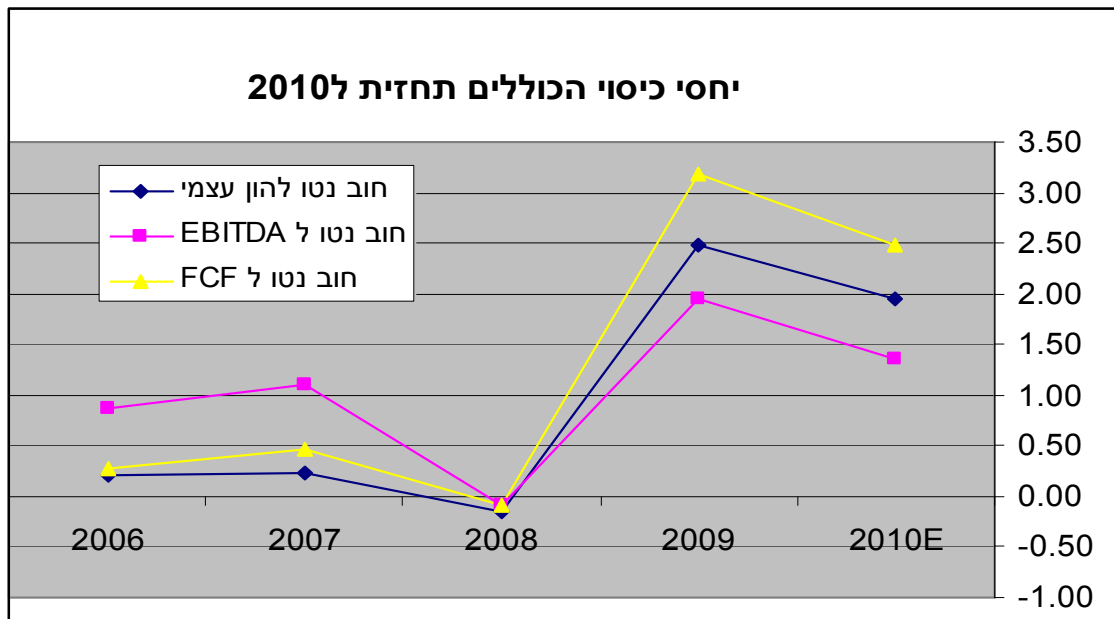
כלל פיננסים ברוקראז'

בית רובינשטיין, דרך מנחם בגין 37, ת"א. טל': 03-5653557, פקס: 03-6251017

לאחר הפיצול ומכירת מניות Kraft Foods בשנת 2007 מיקדה Altria את פעילותה בתעשיית הטבק והאלכוהול ולכן ניכרת ירידה חדה בגודל המאזן של החברה. יחד עם זאת, החברה הצליחה להתייעל, להעלות את כמות המכירות מעל 20 מיליארד בשנת 2009 לראשונה מאז פיצול הפעילות של פיליפ מוריס והמשיכה את תוכנית צמצום ההוצאות של החברה.



שנת 2009 הייתה השנה הראשונה המלאה לאחר הפיצול, והדבר נותן את אותותיו ביחסי הכיסוי הנובעים מהדוחות הכספיים של שנה זו. יחסי כיסוי אלו ממצבים את החברה כבעלת סיכון בינוני. אף על פי כן, קונצנזוס התחזיות מראה על שיפור מהותי ביחסים אלו אשר מורידים את רמת הסיכון בחברה, **ואנו מעריכים כי בעודף תשואה של Bp 204, אגרת החוב של Altria ל-2018 משקפת תשואה גבוהה בסיכון בינוני.**



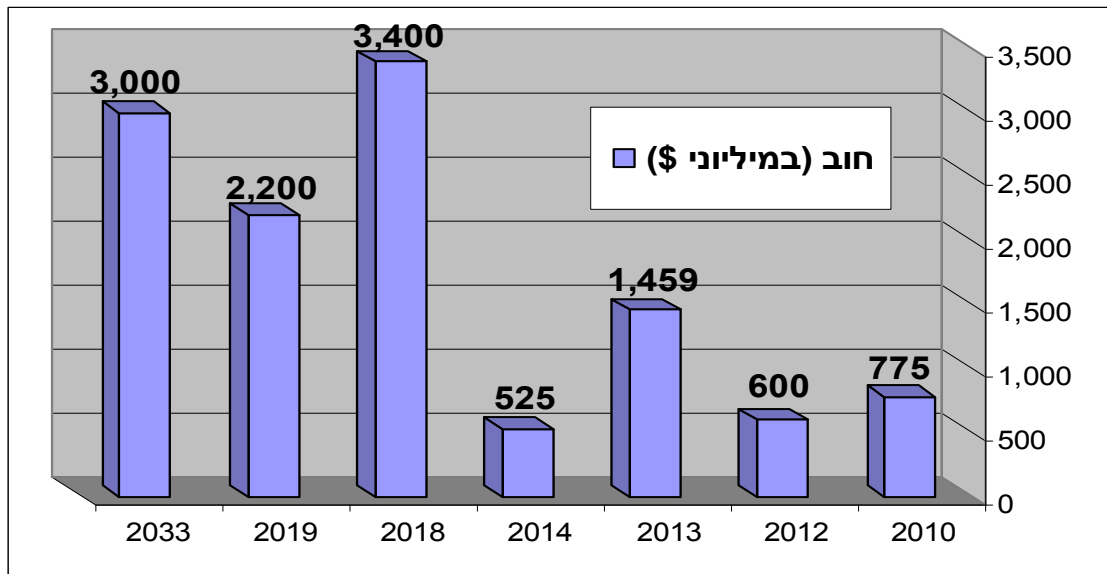
העברת דו"ח זה לצדדים שלישיים ללא אישור מראש ובכתב מכלל פיננסים ברוקראד' מהווה הפרה של זכויות היוצרים
ראה הערת אזהרה בסוף המסמך

כלל פיננסים ברוקראד'

בית רובינשטיין, דרך מנחם בגין 37, ת"א. טל': 03-5653557, פקס: 03-6251017

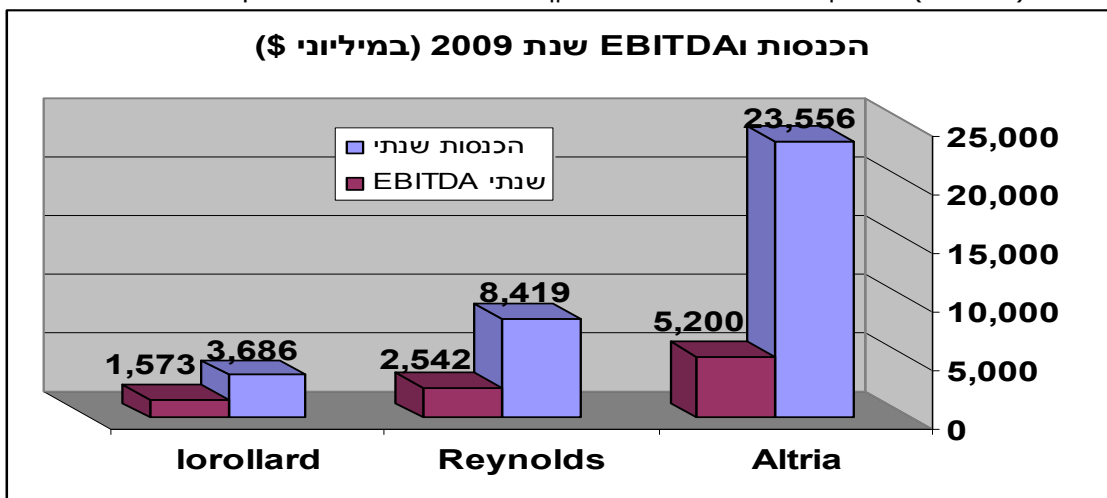
חלוקת חוב נוחה

מעבר לשיפור הצפוי בנתונים העסקיים של החברה, לחברה פריסת חוב מפוזרת שתקל על החברה לשרת את חובה ואף לגייס חובות חדשים אם תחפוץ בכך. עד לתשלום החוב (בתשלום אחד) על החברה לשלם 3.3 מיליארד דולר המהווים 25% מסך החוב (12 מיליארד דולר). בנוסף לחברה קו אשראי מתגלגל (Revolver) של 3 כ מיליארד דולר נוספים. יחס הוצאות הריבית לEBITDA הצפוי לשנת 2010 עומד על 0.16 בלבד והיחס הצפוי ל-2011 צפוי להיות אף יותר טוב ולעמוד על 0.15.



מתחרים בשוק האמריקאי

לחברה נתח שוק של כ-50% בשוק הסיגריות ו-56% בשוק הטבק הלא מיועד לעישון (Smokeless Tobacco). מתחרותיה העיקריות של Altria הינן Reynolds (המייצרת את מותגי "Winston" ו-"Camel" וחברת Lorillard (המייצרת את מותג "Kent"), אמנם יחסי הכיסוי של שתי החברות המתחרות הם לא פחות טובים מאלו של Altria, אך שווי השוק שלהן הוא כשליש מזה של משלה (15 מיליארד ו-12 מיליארד בהתאמה, מול 43 מיליארד של Altria) והכנסות החברה משמעותית נמוכות מזו של Altria (8.5 מיליארד ו-3.7 מיליארד בהתאמה מול 23.6 של Altria). בסיטואציה הנוכחית שבה מתגבר הטרנד הבריאותי והמגמה הירוקה, הסיכון גבוה יותר בחברות קטנות. הגדולה מביניהם (Reynolds) מעניקה מרווח של Bp 224 ועודף המרווח מעל האג"ח של Altria עומד על Bp 24 ואיננו מספק, ואילו בקטנה מביניהם (Lorillard) הסיכון גבוה מדי כפי שמשקף במרווח העומד על Bp 269.



העברת דו"ח זה לצדדים שלישיים ללא אישור מראש ובכתב מכלל פיננסים ברוקראד' מהווה הפרה של זכויות היוצרים
ראה הערת אזהרה בסוף המסמך

כלל פיננסים ברוקראד'

בית רובינשטיין, דרך מנחם בגין 37, ת"א. טל': 03-5653557, פקס: 03-6251017

נתונים כספיים בסקטור הטבק (במיליוני \$)

lorollard	Reynolds	Altria	
11,688	15,953	43,087	שווי שוק
87	6,498	4,072	הון עצמי
2,575	18,009	36,677	סה"כ מאזן
3,686	8,419	23,556	הכנסות שנתיות
1,573	2,542	5,200	EBITDA שנתית
42.67%	30.19%	22.08%	מרווח EBITDA
986	1,313	3,170	FCF
-662	1,709	10,089	חוב נטו
27	251	1,185	הוצאות ריבית
948	962	3,208	רווח נקי שנתי
0.03	0.36	0.11	הון עצמי למאזן
-7.61	0.26	2.48	חוב נטו להון עצמי
-0.42	0.67	1.94	חוב נטו ל EBITDA
-0.67	1.30	3.18	חוב נטו ל FCF
1.72%	9.87%	22.79%	ריבית ל EBITDA
134.34	2.46	10.58	שווי שוק להון עצמי

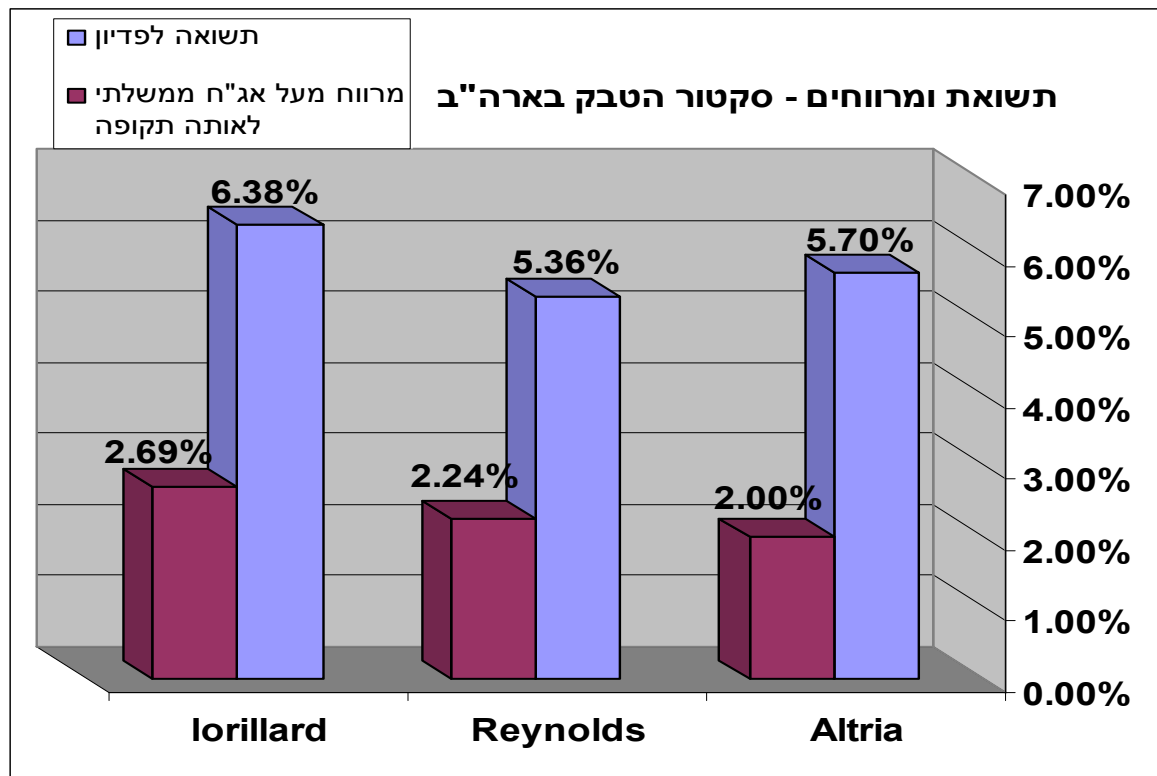
נתוני האג"ח בסקטור הטבק

LO	RAI	MO	טיקרי בבלומברג
8.13%	6.75%	0.10	קופון
23/06/2019	15/06/2007	10/11/2018	תאריך פדיון
23/06/2009	21/06/2007	10/11/2008	תאריך הנפקה
USD	USD	USD	מטבע
6.74	5.82	6.20	מח"מ
BBB-/Baa2	BBB/Baa3	BBB/Baa1	דירוג S&P /מודי'ס
Sr. Unsecured	Company Guaranteed	Company Guaranteed	סוג הבטוחה
750	700	3,100	גודל סדרה (במיליוני \$)
6.38%	5.36%	5.70%	תשואה לפדיון
2.69%	2.24%	2.00%	מרווח מעל ממשלתי לאותה תקופה

העברת דו"ח זה לצדדים שלישיים ללא אישור מראש ובכתב מכלל פיננסים ברוקראז' מהווה הפרה של זכויות היוצרים
ראה הערת אזהרה בסוף המסמך

כלל פיננסים ברוקראז'

בית רובינשטיין, דרך מנחם בגין 37, ת"א. טל': 03-5653557, פקס: 03-6251017



יש לזכור כי אגרת החוב של Reynolds היא קצרה יותר (מח"מ 5.82 לעומת 6.20 של Altria), ולכן התשואה בו יותר נמוכה. במבחן הסיכון-תשואה, עודף המרווח שמציעה Reynolds איננו מספק מכיוון שהסיכון בחברה משמעותי יותר גבוה מזה של Altria. אגרת החוב של Lorillard מעניקה תשואה של 6.38%, תשואה זו ממחישה היטב את הסיכון הטמון ברכישת אגרת חוב זו, ל- Lorillard 15% בלבד מההכנסות של Altria, ו-30% בלבד מה-EBITDA שלה והיא מדורגת BBB- ולכן להערכתנו הסיכון בה הוא רב מידי, בין היתר בגלל ההון העצמי הנמוך העומד על 87 מיליון דולר בלבד, וכתוצאה מכך, יחס הון עצמי למאזן נמוך מאוד, העומד על 0.03 בלבד.

לסיכומו של עניין, הגודל של Altria, העובדה שהיא מחזיקה במחצית מנתח שוק הסיגריות האמריקאי ומותג "Marlboro" החזק, הופכים אותה לעדיפה בעינינו.



כלל פיננסים ברוקראז' בע"מ

דסק ישראלי

רונן ויסרברג
מנכ"ל
03-5653546
ronen@clal-fin.co.il

אריה לנצברג
03-5653541
ariehl@clal-fin.co.il

נאור אל חי
מנהל חדר מסחר
03-5653552
neor@clal-fin.co.il

חגית דלאל
03-5653543
hagitd@clal-fin.co.il

עשיית שוק

אג"ח

גל בר
03-5653548
galba@clal-fin.co.il

דרור וסרמן
03-7611905
drorw@clal-fin.co.il

אסף לוינסון
03-7613702
traasaf@clal-fin.co.il

בני סימון
03-7611988
benis@clal-fin.co.il

משה בן אסאייג
03-5653550
mosheba@clal-fin.co.il

דסק בינלאומי

מריסה בנדר
03-6251014
marisab@clal-fin.co.il

אלירן אליהו
03-5653646
eliran@clal-fin.co.il

אלה מוריס
03-5653540
ellam@clal-fin.co.il

אבי ויינרב
03-5653556
aviwe@clal-fin.co.il

סער גולן
03-7611987
saarg@clal-fin.co.il

אג"ח בינלאומי

גיא מגן
03-5652565
guyma@clal-fin.co.il

יסכה ארז
03-6251024
yisca@clal-fin.co.il

מחקר

נדב אופיר
אג"ח בינ"ל
03-6251039
nadavo@clal-fin.co.il

ירון זר
אנרגיה
03-5652546
yaronze@clal-fin.co.il

אבירן רביבו
כימיה
03-6274883
aviranr@clal-fin.co.il

צחי אברהם
תקשורת, מזון
וטכנולוגיה
03-5652510
tsahiav@clal-fin.co.il

יובל בן זאב
מנהל מחקר
פיננסים, החזקות, נדל"ן
03-5653559
yuvalb@clal-fin.co.il

Back office

אתי סאבך
03-7613732
etisa@clal-fin.co.il

Back office

בטי מזרחי
03-5653537
betty@clal-fin.co.il

Back office

נדב קליק
03-7611990
nadavk@clal-fin.co.il

Back office

טיראן מאיר
03-5653560
tiranm@clal-fin.co.il

נגזרים

צחי סוקול
03-7616450
tzahiso@clal-fin.co.il

מנהלה

יעל זומר
03-7613654
yaelzo@clal-fin.co.il

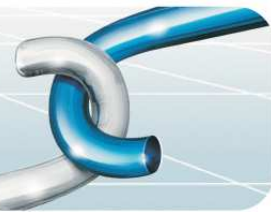
סימה דקל
03-5653557
simade@clal-fin.co.il

העברת דו"ח זה לצדדים שלישיים ללא אישור מראש ובכתב מכלל פיננסים ברוקראז' מהווה הפרה של זכויות היוצרים

ראה הערת אזהרה בסוף המסמך

כלל פיננסים ברוקראז'

בית רובינשטיין, דרך מנחם בגין 37, ת"א. טל': 03-5653557, פקס: 03-6251017



הערות אזהרה וגילוי נאות בנוגע לעבודת האנליזה

א. פרטי מכין האנליזה

נדב אופיר

רישיון יועץ השקעות מספר 9149

רחוב מנחם בגין 37, תל אביב

השכלה - בוגר (BA) בכלכלה וניהול, אוניברסיטת בר אילן

נסיון - יועץ השקעות ללקוחות אמידים ביובנק ת"א כשנתיים.

אנליסט אג"ח בינ"ל בכלכל פיננסים ברוקראז' החל מינואר 2010.

התאגיד המורשה מטעמו פועל מכין האנליזה:

כלל פיננסים ניהול השקעות בע"מ

רחוב מנחם בגין 37, תל אביב

טלפון: 03 6251039

ב. גילוי נאות מטעם מכין האנליזה

להלן גילוי על ניגוד עניינים של מכין האנליזה, ככל שידוע לו או שיש חשש לקיומו, המועד הפרסום של האנליזה.

אין למכין האנליזה ניגוד עניינים עליו הוא יודע בעת פרסום האנליזה.

ג. הערות לאנליזה

1. סיכונים עיקריים העשויים להשפיע מהותית על מחירי אגרות החוב :

- עלייה בריבית הדולרית אשר עלולה להעלות את התשואות.
- שינוי לרעה בתוצאות העסקיות של החברות שעלולות להשפיע על דירוג האשראי שלהן.
- שינוי לרעה בדירוגי האשראי של המדינות בהן פועלות החברות
- שינויים בשער הדולר מול השקל.
- שינויים רגולטריים/מיסויים על סקטור הטבק שעלולים להוריד את הביקושים למוצרי טבק.

ד. עצמאות שיקול הדעת

אני, נדב אופיר, בעל רישיון מספר 9149, מצהיר בזאת שהדעות המובעות בעבודת אנליזה זו משקפות נאמנה את דעותיי האישיות על ניירות הערך המסוקרים ועל התאגיד שהנפיק ניירות ערך אלה.

נדב אופיר



ה. גילוי נאות מטעם כלל פיננסים בע"מ (להלן: "התאגיד המורשה") להלן גילוי על ניגוד עניינים של התאגיד המורשה, ככל שידוע לו או שיש חשש לקיומו, במועד הפרסום של האנליזה.

1. במועד פרסום עבודת אנליזה זו, או במהלך 30 הימים שקדמו ליום הפרסום, התאגיד המורשה או, למיטב ידיעת התאגיד המורשה, תאגיד קשור אליו, החזיקו, בחשבונות הנוסטרו שלהם או בחשבונות המנוהלים על ידם, החזקה מהותית בסוג מסוים של ניירות ערך של בזק וסלקום, אך לא ידוע על החזקה מהותית בניירות הערך של חברות הטלקום הזרות שהוזכרו בחוות דעת זו.
2. מועד פרסום האנליזה: דוח זה פורסם ביום שני ה 08.03.2010.

1. הערות ואזהרות כלליות מטעם כלל פיננסים בע"מ

ניתוח 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 ו/או הנכסים הפיננסיים המתוארים בדוח.

הניתוח מתפרסם בהתבסס על מידע אשר פורסם לכלל הציבור ומידע אחר, לרבות מידע שפורסם על ידי החברה נשוא דוח זה, ואשר כלל פיננסים מניחה שהינו מהימן, וזאת, מבלי שביצעה בדיקות עצמאיות לשם בירור מהימנות המידע. המידע המופיע בדוח זה אינו מתיימר להכיל את כל המידע הדרוש למשקיע זה או אחר, וכן אינו מתיימר להוות ניתוח מלא של כל העובדות והפרטים המופיעים בו והדעות האמורות בו עשויות להשתנות ללא כל מתן הודעה נוספת.

דוח זה אינו מהווה בשום צורה שהיא תחליף לייעוץ השקעות המתחשב בנתונים ובצרכים המיוחדים של כל אדם.

חברת כלל פיננסים, חברות בשליטתה וכך בעלי מניותיה ועובדיה, לא יהיו אחראים בכל צורה שהיא לנזק ו/או הפסד שיגרם משימוש בדוח זה, אם ייגרמו, וכן אינם יכולים לערוב או להיות אחראים למהימנות המידע המפורט בדוח זה.

כלל פיננסים נמנית על קבוצת חברות אי.די.בי.

קבוצת כלל פיננסים עוסקת, בין היתר, בניהול תיקי השקעות, מסחר בניירות ערך, שיווק השקעות, ביצוע פעולות בבורסה ובבנקאות להשקעות.

כמו כן, חברות בשליטתה ובעלי מניותיה, או גורמים אחרים הקשורים עמה באופן זה או אחר מחזיקים או עשויים להחזיק, מעת לעת, במישרין ו/או בעקיפין בניירות ערך נשואי דוח זה, הן לפני פרסומו, הן בזמן פרסומו והן לאחר פרסומו.

כמו כן, מתוקף היות כלל פיננסים, חברות בשליטתה, בעלי מניותיה או גורמים אחרים הקשורים עמה, גופים העוסקים בחיתום, עשויים גופים אלה לשמש כחתמים של ניירות ערך של החברה נשואת דוח זה, וכן עשויים להיות קשורים עמה בקשרים עסקיים.

בנוסף, כלל פיננסים משמשת כעושה שוק בניירות ערך של חברות שונות, על פי אישור הבורסה לניירות ערך בתל-אביב בע"מ, ועשויה לשמש במועד כלשהו כעושה שוק בניירות הערך של החברה נשוא דו"ח זה.

יובל בן זאב, מנהל המחקר של כלל פיננסים ברוקראז', חברת הבת של כלל פיננסים, הינו בעל ענין בכלל פיננסים ברוקראז'.

דוח זה מיועד אך ורק לנמען ששמו מופיע לעיל, והעברת חלקים מתוכנו לאחרים, או פרסומם בכל דרך שהיא, ללא קבלת אישור מראש ובכתב מכלל פיננסים וללא ציון הערה זו בגוף הטקסט, במקום הבולט לעין, הנה אסורה, אם לא צוין אחרת.