

הבנק הבינלאומי - על אף המעבר לרווח אנו עדיין איננו אופטימיים

נתוני רווח והפסד					
2003E	2002E	Q3/02	Q3/01	2001	(מ' ש"ח)
1,302	1,270	371	290	1,334	רווח מפעילות מימון לפני הפרשה לחומ"ס
495	890	176	153	464	הפרשה לחומ"ס
807	380	195	137	870	רווח מפעילות מימון לאחר הפרשה לחומ"ס
694	730	173	173	712	סך כל ההכנסות התפעוליות
1,170	1,170	268	279	1,184	סך כל ההוצאות התפעוליות
330	(60)	100	31	398	רווח מפעולות רגילות לפני מיסים
182	(80)	48	28	176	רווח נקי
182	(80)	17	25	173	רווח נקי מייצג *
8.5	-	-	-	8.8	מכפיל רווח
0.49	0.49	0.49	0.47	0.47	מכפיל הון
5.6%	(2.5%)	-	-	5.1%	תשואה מייצגת להון*

* בניטרול רווחים (הפסדים) מפעולות בלתי רגילות והפרשי מדד בגין ידוע.

נקודות עיקריות

- תוצאות Q3/02 היו גבוהות במעט מציפיותינו והצביעו לראשונה השנה על מעבר לרווחיות.
- על אף המעבר לרווח והשיפור בסעיף ההפרשות אנו איננו מוצאים סיבות רבות לאופטימיות, הן בשל היותם של חלק מהגורמים לרווח גורמים חשבונאיים והן בשל חשיפתו הגבוהה של הבנק למגזר העסקי אשר תקשה לדעתנו על המשך ההתמודדות עם המיתון במשק.
- על אף הירידה בשיעור ההפרשות, אנו מעריכים כי בהעדר שיפור במצב הכלכלי במשק ימשיך תיק האשראי של הבנק לגבות מחיר כבד, וכי גם הרבעונים הבאים יאופיינו בשיעורי הפרשות גבוהים.
- קבלת מלוא החזקתה של UPC בתבל כנגד חובה לבנק, עשויה לדעתנו להקל על הגעה להסדר בין הבנקים לתבל. אולם היא יוצרת עבור הבינלאומי מצב בעייתי בו הוא נושא בשני כובעים: נושא ובעלים אשר להם אינטרסים מנוגדים.
- ההמלצה נשארת החזק עם מחיר יעד של 16.5 ₪ למניה.

התנהגות המניה



המלצה	החזק
המלצה קודמת	החזק
מחיר נוכחי (ש"ח)	15.37
רמת סיכון	סיכון גבוה
תאריך	28 בנובמבר, 2002
סימול רויטרס	FIBI5.TA
ענף	בנקים מסחריים
שווי שוק (מ' ש"ח)	1,589.1
מדד ת"א 100	357.93
גבוה/נמוך 12 חודשים	14.10/29.17
מחזור יומי ממוצע (מ' ש"ח)	1,035
מספר מניות (מ')	5,017
הון עצמי (מ' ש"ח)	3,262
כמות "צפה" (מ' ש"ח)	273.3
תשואת דיבידנד (ברוטו)	0%
מכפיל הון	0.49
אנליסטית	רונית חלימה

תוצאות Q3/02 - חלק מן ההשפעה החיובית נובע מגורמים חשבנאיים

תוצאות Q3/02 היו גבוהות במעט מציפיותינו והצביעו לראשונה השנה על מעבר לרווח. על אף המעבר לרווח והירידה בסעיף ההפרשות לחומ"ס, אנו איננו מוציאים סיבות רבות לאופטימיות, שכן חלק מהגורמים לרווחיות הינם חשבונאים/בעלי אופי חד פעמי:

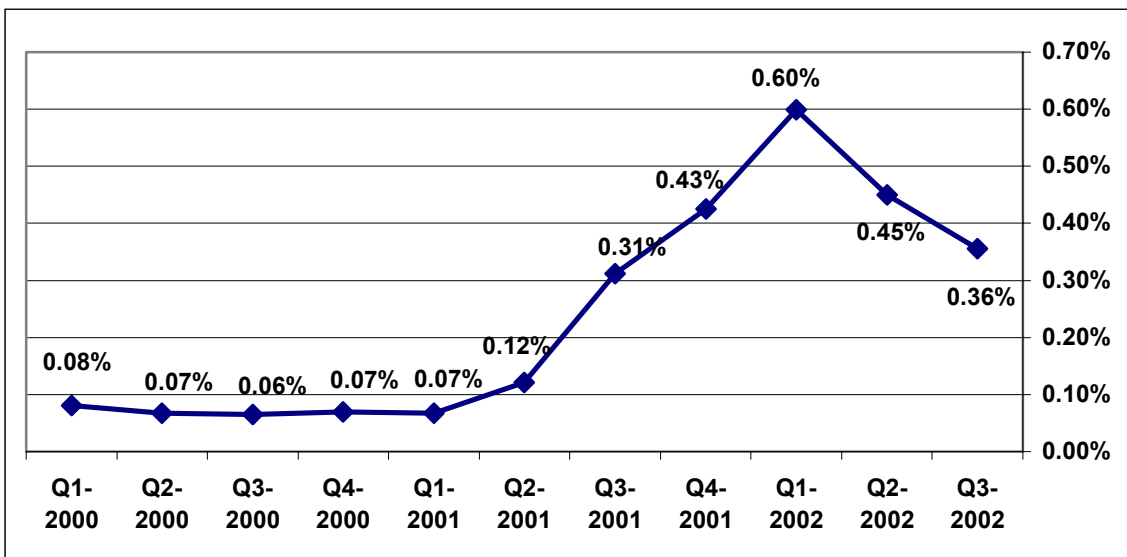
➤ **הפרשי מדד בגין/ידוע - מה שפגע ברבעון הקודם עזר ברבעון הנוכחי**
 הפער בין שיעור עליית המדד הידוע בתקופה הנמדדת לבין שיעור עליית המדד בגין, הסתכם ב-Q3/02 ב-0.94%. עבור גופים בעלי עודף נכסים כספיים (מאפיין את מגזר הבנקאות), היווצרותו של פער חיובי בין מדד ידוע למדד בגין מביאה לגידול ברווח החשבונאי המדווח. **השפעה זו הינה חשבונאית ולא תזרימית, והיא צפויה לאפיין את דו"חות כל הבנקים ברבעון הנוכחי. סך התרומה לרווח בגין גורם זה 31 מ' ש.**

➤ **רווחים/הפסדים בגין רישום עסקאות גידור**
 תוצאות Q2/02 אופיינו במספר השפעות שליליות שנבעו מהשינויים החדים בריבית במשק (השפעות אלו הינן חשבונאיות ברובן וצפויות להתקזז במהלך השנה). אחד מן הגורמים לפגיעה ברווח ב-Q2/02 היה רישום עסקאות גידור. בשל הקושי לעמוד בהגדרות **החשבונאיות** של "עסקאות גידור" סווגו חלק מהעסקאות אותן ביצע הבנק ב-Q2/02 כ"עסקאות אחרות". סיווג זה גורר שוני בשיטות המדידה החשבונאיות (שווי הוגן למכשיר הפיננסי מול עיקרון הצבירה לנכס הבסיס) ולפיכך נוצר מצב בו נרשמו הפסדים חשבונאים. הפסדים אלו צפויים להתקזז במהלך השנה לאחר מימוש המכשיר הפיננסי ונכס הבסיס מולו הועמד. **אף על פי שהבנק לא ציין בדו"חות Q3/02 את סך ההשפעה של גורם זה. אנו מעריכים כי תוצאות Q3/02 מגלמות בחובן חלק מן הקיזוז. כפי שצינו בעבר אנו מעדיפים שלא לייחס משקל רב לגורמים אלו הן בשל היותם לא מייצגים והן בשל היותם בעלי אופי חשבונאי בעיקר.**

ההפרשות לחומ"ס - האם הירידה החדה מצביעה על כך שהרע כבר מאחורינו?

הגידול בסעיף ההפרשות לחומ"ס היה נחלתה של כל מערכת הבנקאות המסחרית בשנה האחרונה והינו פועל יוצא של המצב הכלכלי ביטחוני במשק והמשבר החרף הפוקד מספר ענפים כגון: תקשורת, נדל"ן ותיירות. השוואה בין חמשת הבנקים הגדולים מעלה כי הגידול החד ביותר נרשם בבנק הבינלאומי, בנק שאופיין בעבר כבעל שיעור ההפרשה הנמוך ביותר.

הבנק הבינלאומי - שיעור ההפרשות מסך אשראי



על אף מגמת הירידה בשיעור ההפרשות מסך אשראי בבנק **אנו מעריכים כי גם השנה הקרובה תאופיין ברמת הפרשות גבוהה, ואין הכרח כי הרע כבר מאחורינו**, זאת מהסיבות הבאות:

- **חשיפה גבוהה של הבנק לענף התקשורת - בחינת היקפי החשיפה של הבנקים לתחום התקשורת מעלה תמונה מעניינת.** מצד אחד בנק המזרחי אשר לו היקף החשיפה הנמוך ביותר (בעיקר בשל חלקו הדומיננטי של טפחות) ומהצד השני הבנק הבינ"ל ובנק לאומי להם היקף החשיפה הגבוה ביותר. אולם בעוד שלאומי נהנה ממספר יתרונות מהותיים (יתרון לגודל, פיזור ניכר של אשראי ואחיזה במשקי הבית הרווחיים) שסייעו לו להתמודד עם מצב בו יאלץ לבצע הפרשות ניכרות, הרי שהבינ"ל נותר חשוף מול סיכונים אלו ללא אותה יכולת התגוננות. **אף על פי שאנו מעריכים כי חלק ניכר מן ההפרשות אותן ביצע הבנק בשנה האחרונה מקורן בחשיפה למספר לווים בעייתיים (תבל, קבוצת זאבי, UPC ועוד) אין בידינו היכולת לכמת את יתרת החשיפה ללוים אלו, או להעריך את יתרת הסיכון המגולם בהן.**
- **הטיה כלפי המגזר העסקי והעדר כרית הביטחון של משקי בית -** למשקי הבית מספר יתרונות מהותיים: פיזור סיכונים גבוה, רמת מרווחים פיננסיים גבוהה ויציבות (שיעור מעבר לקוחות בין הבנקים נמוך יחסית), יתרונות אלו מקבלים חשיבות גבוהה אף יותר בזמן מיתון. **להערכתנו הימשכות המיתון תביא להרחבת הפער בין הבנקים הגדולים לבנקים הקטנים, ולהדגשת יתרונם היחסי של לאומי ופועלים במערכת הבנקאית.**

UPC, תבל ובעיות אחרות

בסוף שנת 2000 רכש הבנק הבינ"ל (רכישה ללא זכות חזרה) מדיסקונט השקעות שטר חוב של חברת הכבלים ההולנדית UPC, אחת מבעלות השליטה (46.5%) בחברת הכבלים הישראלית תבל. כנגד ההלוואה הועמדו כבטוחה כ- 23% ממניות תבל. בעקבות המשבר בשוק התקשורת נקלעה UPC לקשיים והודיעה כי אין בכוונתה לפרוע את השטר. מצבה הפיננסי של הבטוחה (חברת הכבלים תבל) התדרדר אף הוא ולאחר שילובם של מספר אירועים (העדר הסכמה בין החברה לבנקים לגבי המשך המימון, בקשת כינוס מצידה של ספקית הציוד נטקום וסירובה של UPC להזרים הון נוסף לחברה), הגישה תבל בקשה להקפאת הליכים ומינוי נאמן. הבינלאומי ששימש כאחד מן הבנקים המממנים את פעילותה של תבל מצא עצמו בעמדה בעייתית במיוחד: מחד גיסא כנושה ומאידך גיסא כבעלים (בשל יכולתו לממש את הבטוחה שהועמדה ע"י UPC).

לפני כחודש הודיע הבנק כי הגיע להסכם עם UPC לפיו תעביר UPC את מלוא החזקתה בתבל לבנק כנגד שטר החוב (המדובר ב- 46.5% ממניות תבל לעומת 23% ממניות תבל שהועמדו כבטוחה). אף על פי שהשלמת העסקה אינה פותרת את ניגוד האינטרסים של הבנק בהיותו בעלים מחד ונושה מאידך, אנו רואים בעסקה האמורה צעד חיובי ממספר סיבות:

- **היכולת להגיע להסדר כולל -** ריבוי הצדדים המעורבים (דסק"ש, UPC, הבנקים, ספקים ביניהם בזק ועוד) מקשה על הגעה להסדר כולל. אנו מעריכים כי הוצאתה של UPC מן התמונה תסייע להגעה להסכמה בשל נכונותם הגבוהה יותר של שאר המעורבים להגיע להסדר.
- **השקעות בעלים -** אף כי טרם נתגבש מבנה להסדר הכולל בין כל המעורבים בעניין תבל, אנו מעריכים כי המבנה הסופי יכלול שילוב של פריסת הלוואות מצד הבנקים והשקעת בעלים. לאור מצבה של UPC אנו מעריכים כי החברה לא היתה מוכנה להשקיע השקעה נוספת בתבל. הבינלאומי לעומת זאת עשוי לדעתנו לגלות נכונות גבוהה יותר להשקעה במידה ויעריך כי ההסדר הכולל יטיב את מצבו.

מיזוג ויצירת גוף בנקאי המקביל בגודלו לשני הבנקים הגדולים

לאחרונה היינו עדים שוב לידיעות עיתונאיות שהעלו את רעיון מיזוגם של דיסקונט והבינ"ל, זאת מתוך מטרה ליצור במערכת גוף בנקאי מקביל בגודלו לפועלים ולאומי. אף על פי שהרעיון מאחורי ההצעה נראה כצעד נכון שייצור תחרות, והנכונות הגבוהה אותה צפויות הרשויות הרגולטוריות להפגין כלפי הנושא לאור התמוטטותם של שני בנקים קטנים בחצי השנה האחרונה (הבנק למסחר והבנק לפיתוח תעשייה) אנו נוטים לפקפק ביכולת לבצע את המיזוג האמור מהסיבות הבאות:

- ✓ מול החיסכון הצפוי כתוצאה מצמצום היקפי כ"א ומכירת נדל"ן יש לזכור את ההוצאות הנלוות (עלויות פרישה של עובדים, עלויות מכירת נדל"ן, ביצוע ארגון מחדש עקב סגירת סניפים ומטה והוצאות נוספות).
- ✓ לא ברור אילו הסכמי שכר יאפיינו ארגון מסוג זה (בעלי עלות גבוהה כגון ההסכם בדיסקונט או שמא המדובר ברמות השכר של הבינ"ל), בכל מקרה מה שכן ברור הוא כי צעדים מסוג זה ילוו בסכסוכי עבודה שיפגמו בהליך כולו.

הנחות התמחור והערכת שווי

- על מנת לתמחר את שוויה של מניית הבינ"ל אנו מעדיפים להסתכל כיום על ההשקעה במניית הבנק כסיפור של "Turn around", כלומר קניה היום כדי להנות מפירות העתיד באם יבוא המפנה המיוחל בפעילות. **אנו מניחים כי גם בשנה הקרובה ימשיך המשק לסבול מהמיתון וכי שיפור כלכלי (במידה ויהיה) יהיה הליך איטי והדרגתי.** בהתחשב בהנחתנו זו אנו גוזרים את ההשפעות הבאות:
- **הכנסות מפעולות מימון** - אנו מעריכים כי השנה הקרובה תאופיין בשתי מגמות בעלות השפעה מנוגדת על סעיף ההכנסות מפעילות מימון: קיטון בהיקפי האשראי מחד ועליית מרווחים בשל העלייה בסיכון מאידך. הנחנו כי השפעת העלייה בסיכון בשילוב עם מצוקת האשראי במשק תהיה הדומיננטית יותר ותביא לגידול הרווח במפעילות מימון.
 - **הפרשה לחומ"ס** - בשל המיתון הנחנו כי שיעור ההפרשות יישאר גבוה (כ- 1% מסך תיק האשראי).
 - **הכנסות תפעוליות** - הנחנו כי היקפי הפעילות בשוק ההון יישארו נמוכים וכי תחול שחיקה נוספת בעמלות.
 - **הוצאות תפעוליות** - לגבי הוצאות האחזקה והוצאות האחרות הנחנו יציבות. בעניין הוצאות השכר אנו מעריכים כי זחילת שכר (בשל ההסכמים הקיבוציים) תתקזז בשל השחיקה האינפלציונית.
 - **שיעור תשואה** - לאור הסיכון במשק והערכתנו לגבי המיתון הנחנו שיעור תשואה נדרש של 11% בהשוואה לתשואה של 5.8% האפיק הצמוד הבינוני. (ראוי להדגיש כי הערכתנו אלו מתייחסות לשנה הקרובה ואין לגזור מהן תשואה מייצגת לטווח הארוך).
- השקעה במצב "Turn around" הינה מסוכנת יותר, ולכן יש לקנות את המניות רק כאשר המשקיע רואה בפניו מחיר נמוך במיוחד, שיש בו כדי לפצות על הסיכון. להערכתנו המחיר הנוכחי, בהתחשב בחוסר הודאות לגבי העתיד, אינו נמוך דיו ולפיכך אנו מותירים את המלצתנו למניה על **החזק** עם מחיר יעד של **16.5** ₪ **למניה** הגבוה בכ- 7% ממחיר השוק.

מחלקת המחקר 03-7104500
אוליביה זוהר - מנהלת מחלקת המחקר

olivia@gmul.co.il
דודו יוגב - אנליסט
david@sahar.co.il
רונית חלימה - אנליסטית
ronith@sahar.co.il
שחר ברנר - אנליסט
shachar_b@gmul.co.il

דרוג השקעה: קניה חזקה - המניה נסחרת בתמחור חסר משמעותי וצפויה להפגין ביצועים עודפים משמעותית על השוק בשנה שנתיים הבאות. **קניה** - המניה נסחרת בתמחור חסר וצפויה להפגין ביצועים עודפים על השוק בשנה שנתיים הקרובות. **צבור** - מחיר המניה נוח להשקעה והיא צפויה להפגין ביצועים עודפים במעט על השוק בשנה שנתיים הקרובות. **החזקה** - המניה נסחרת במחיר הוגן, וצפויה להפגין ביצועים דומים לאלו של השוק בשנה שנתיים הקרובות. **הקטן** - מחיר המניה אינו נוח להשקעה והיא צפויה להפגין ביצועים נמוכים במעט מהשוק בשנה שנתיים הקרובות. **מכירה** - המניה נסחרת בתמחור יתר, וצפויה להיסחר במחיר נמוך יותר. אפיון סיכון: גבוה - **רמת הסיכון בהשקעה במניה גבוהה מהמוצע בשוק**. סיכון שוק - **רמת הסיכון בהשקעה במניה דומה למוצע בשוק**. נמוך - **הסיכון בהשקעה במניה נמוך מהמוצע בשוק**.

הדו"ח האמור מתבסס על מידע אשר גמול סהר שירותי בורסה בע"מ מניחה שהינו מהימן וזאת מבלי שבצעה בדיקות עצמאיות ביחס למידע. עם זאת מודגש כי אין גמול סהר שירותי בורסה בע"מ או הפועלים מטעמה יכולים לערוך למהימנות המידע המפורט בדו"ח, שלמותו או דיוקו. הדו"ח האמור לעיל אינו מתיימר להיות ניתוח מלא של כל העובדות וכל הנסיבות הקשורות לאמור בו, והדעות האמורות בדו"ח עלולות להשתנות ללא כל מתן הודעה נוספת. אין בדו"ח זה כדי להוות מתן ייעוץ השקעות ולפיכך אין להסתמך על המידע הכלול בו ואין בו כדי להחליף שיקול דעת עצמאי וקבלת ייעוץ מקצועי, לרבות מיועץ השקעות אשר יעוצו מתחשב בנתונים ובצרכים המיוחדים של כל אדם. לגמול סהר שירותי בורסה בע"מ, עובדיה או גורמים הקשורים עימה יש או יכולות להיות החזקות בניירות הערך ו/או הנכסים הפיננסיים האמורים בדו"ח ו/או לבצע פעולות שונות לרבות רכישה או מכירה של ניירות הערך ו/או הנכסים הפיננסיים האמורים וכן להתקשר בקשרים עסקיים עם החברות וגורמים הקשורים עימן או עם הגופים הנוכחים בדו"ח.