

בנק דיסקונט - מתחיל להראות סימני שיפור

נתוני רווח והפסד						
2003E	2002E	Q1-2002	Q1-2001	2001	2000	(מ' ש"ח)
2,880	2,830	691	684	2,800	2,694	רווח מפעילות מימון לפני הפרשה לחומ"ס
800	950	237	291	964	708	הפרשה לחומ"ס
2,030	1,880	454	393	1,836	1,986	רווח מפעילות מימון לאחר הפרשה לחומ"ס
1,760	1,730	438	452	1,871	1,775	סך כל ההכנסות התפעוליות
3,510	3,485	838	908	3,754	3,603	סך כל ההוצאות התפעוליות
280	125	54	(63)	(47)	158	רווח מפעולות רגילות לפני מיסים
136	22	(38)	(138)	(261)	(106)	רווח נקי
136	22	(26)	(131)	(267)	(120)	רווח נקי מייצג *
18	-	-	-	-	-	מכפיל רווח
0.57	0.57	0.57	0.55	0.54	0.56	מכפיל הון
2.6%	0.5%	(0.5%)	(2.4%)	(5.0%)	(2.2%)	תשואה מייצגת להון**

* בניכוי רווחים / הפסדים חד פעמיים והפרשי מדד בגין ידוע
 ** רווח מייצג מחולק להון.

המלצה
החזק

המלצה קודמת
החזק

מחיר נוכחי (ש"ח)
2.93

רמת סיכון
סיכון גבוה

תאריך
25 ביולי 2002

סימול רויטרס
DSCT.TA

ענף
בנקים מסחריים

שווי שוק (מ' ש"ח)
2,957.8

מדד ת"א 100
350.17

גבוה/נמוך 12 חודשים
2.41/3.49

מחזור יומי ממוצע (א' ש"ח)
3,928

מספר מניות (מ')
980.6

הון עצמי (מ' ש"ח)
5,193

כמות "צפה" (מ' ש"ח)
591.6

תשואת דיבידנד (ברוטו)
0%

מכפיל הון
0.57

אנליסטית
רונית חלימה

נקודות עיקריות

- תוצאות הרבעון הראשון היו ברף התחתון של ציפיותינו, אם כי חל שיפור באיכות תיק האשראי ובעלויות השכר.
- אל השפעות המצב הכלכלי מהן סובלת כל מערכת הבנקאות מצטרפות במקרה של דיסקונט מספר בעיות ייחודיות: הלימות הון נמוכה, תיק אשראי בעייתי ועלויות שכר גבוהות.
- בעיית הלימות ההון בדיסקונט מגבילה את יכולת מתן האשראי של הבנק.
- מכירת ההחזקה בדיסקונט ניו-יורק תגרע מהבנק מקור רווח משמעותי.
- ההמלצה נותרת החזק במחיר היעד 2.97 ₪ למניה.

התנהגות המניה



תוצאות הרבעון הראשון

תוצאות הרבעון הראשון של דיסקונט היו נמוכות במעט מציפיותנו והצביעו על המשך מגמת ההפסד לה היינו עדים בשנה וחצי האחרונות. על אף הימשכות ההפסדים ובעיית הלימות ההון הקשה ממנה סובל הבנק הדו"חות מצביעים על צמצום מגמת ההפסדים בהשוואה לרבעונים הקודמים, שיפור במרווח הפיננסי, ירידה בהוצאות השכר ויציבות במגמת ההפרשות לחומ"ס. **אף על פי שמדובר בסיומים חיוביים קשה להשליך מנתוני רבעון אחד לגבי שיפור המגמה בהמשך.**

הלימות ההון - יותר נמוך מזה כבר אי אפשר לרדת

רמת הלימות ההון הראשוני של המערכת הבנקאית איננה נושא חדש בעבודותינו והיא העסיקה אותנו רבות בשנה החולפת בשל השחיקה החדה שחלה בה. אף על פי שהירידה ברמת ההון הראשוני מאפיינת כמעט את כל הבנקים, בדיסקונט מדובר בבעיה חמורה במיוחד וזאת ממספר סיבות:

- גם לאחר ביצוע ההנפקה בשנה שעברה נותר דיסקונט ברמת הלימות הון ראשוני נמוכה (%5.6 נכון לדו"חות סוף שנת 2001) רמה הקרובה באופן מדאיג למינימום הנדרש עפ"י הוראות הפיקוח על הבנקים.
- הרמות המינימליות של ההון הראשוני הביאו את הבנק למיצוי יכולתו להנפיק כתבי התחייבויות נדחים (הון משני).
- מגמת ההתייעלות שעובר הבנק ותוכניות הפרישה מרצון הינן צעדים חיוביים שיניבו פירות בעתיד. אף על פי כן יש לזכור כי התייעלות זו כרוכה בהוצאה כספית המהווה גורם שחיקה נוסף לבסיס ההון.
- רמת הלימות ההון הנוכחית של הבנק אינה מאפשרת לבנק להגדיל את תיק האשראי שלו.

לנוכח התנאים האמורים עומדות בפני הבנק מספר אפשרויות פעולה להגדלת הלימות ההון, אולם במקביל הן עשויות ליצור בעיות חדשות. האפשרות להנפיק מניות אינה ריאליט בשלב זה בשל התנגדותה של המדינה לדילולה.

➤ הקטנת נכסי הסיכון ע"י צמצום היקף האשראי - חושף את הבנק למצב בו ייפגע נתח השוק שלו במערכת. **עפ"י ניסיון העבר פעולה מסוג זה מנוצלת מיידיית ע"י המתחרים על מנת להגדיל את חלקם והיכולת לתקנה בעתיד הינה נמוכה ביותר.**

➤ מכירת החזקות - לדיסקונט מספר החזקות בעלות פוטנציאל מכירה: דיסקונט ניו-יורק (החזקה שזכתה לכותרות לאחרונה), מרכנתיל דיסקונט, דיסקונט למשכנתאות (65%), הבנק הבינלאומי (26%) ועוד. אשר החזקה בבינ"ל אנו מעריכים כי לאור מחירי השפל אליהם צנחה מניית הבינ"ל יעדיף דיסקונט שלא לממש החזקה זו כעת. לגבי שאר החזקות שהועלו כמועמדות **אנו מעריכים כי מכירת אחת מהחזקות אלו אמנם תשפר את יחס הלימות ההון של הבנק אולם מנגד תגרע החזקה המהווה מקור לרווחים. במיוחד בולט הדבר לגבי דיסקונט ניו-יורק שפעילותו תרמה רבות לצמצום הפסדי הבנק בשנה וחצי האחרונות** (בשנת 2001 הסתכמה תרומת החברות המוחזקות בכ- 520 מ' ש' מתוכן כ- 278 מ' ש' מדיסקונט ניו-יורק. תרומה חיובית זו קיזזה את הפסדי הבנק מ- 781 מ' ש' ל- 255 מ' ש').

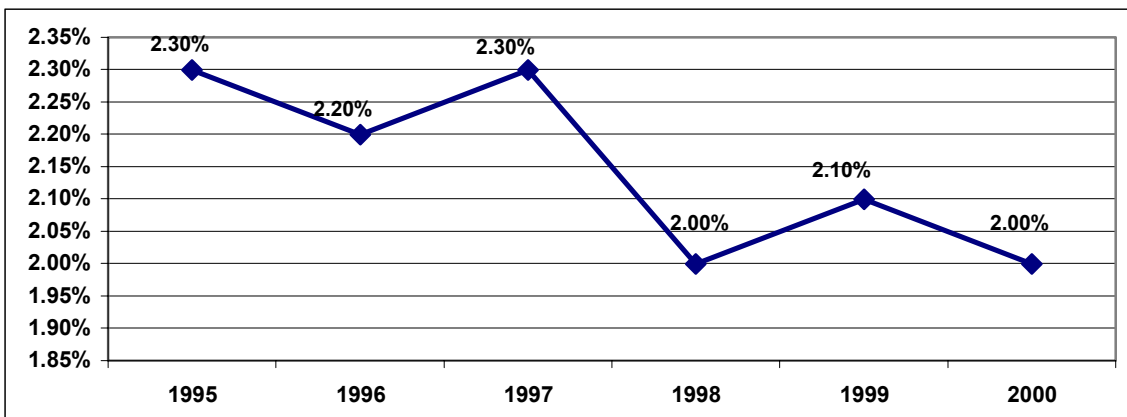
➤ מכירת רכוש קבוע כגון נדל"ן - אנו מניחים כי הבנק אינו מחזיק ברכוש קבוע בו אין לו צורך ועל כן, מכירת רכוש זה תחייב את הבנק להשכיר / לרכוש נדל"ן חלופי, צעד שכדאיותו הכלכלית אינה בהכרח מובטחת. בעיה נוספת הינה חוסר הבהירות לגבי ההיקפים הכספיים בהם ניתן לבצע צעד זה ותרומתם לשיפור הלימות ההון (זאת בהתחשב במחירי הנדל"ן והמשבר בשוק זה).

לסיכום האפשרויות הריאליות להערכתנו לשיפור הלימות ההון של הבנק הן: מכירת נכסים והקטנת תיק האשראי. אך כאמור, אין להתעלם מההשלכות הבעייתיות שהן טומנות בחובן.

המרווח הפיננסי - נקודת חוזק מהותית

בחינת המרווח הפיננסי הכולל של המערכת הבנקאית בישראל בשנים האחרונות מצביעה על שחיקת מרווחים, כפועל יוצא מהתחרותיות בענף הבנקאות. להערכתנו בהתחשב ברמת הסיכון המגולמת כיום במשק רמת המרווח הפיננסי בבנקים הינה נמוכה ואינה משקפת כראוי את רמת הסיכון הגלום בפעילות הבנקאית. לאור העליה בסיכון האשראי במשק נראה כי בשנה הקרובה נהיה עדים לשיפור במרווח הפיננסי.

מערכת הבנקאות בישראל - מרווח פיננסי כולל*

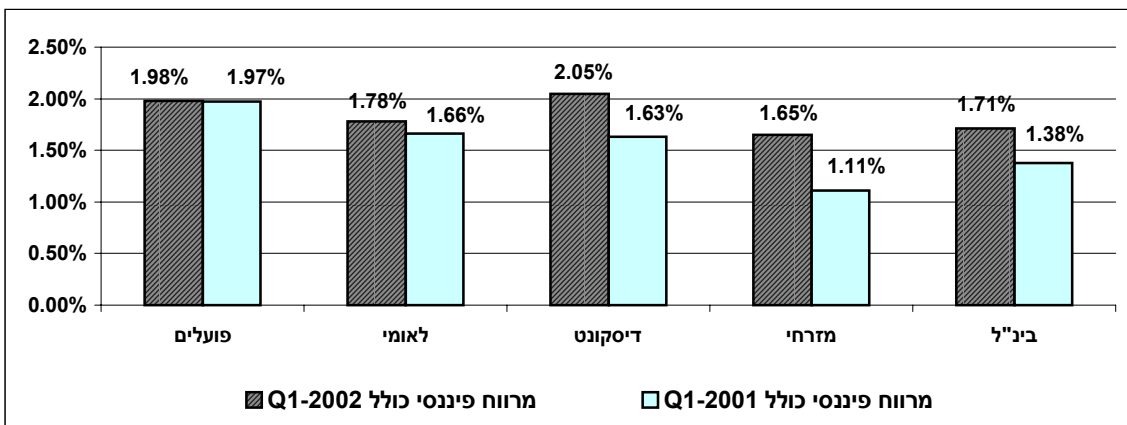


* המרווח הכולל מתייחס לכלל המערכת (בהתבסס על נתוני בנק ישראל).

בחינת רמת המרווחים הפיננסיים של חמשת הבנקים הגדולים במשק נכון Q1-2002 מעלה מספר נקודות חשובות:

- ניכרת מגמת שיפור במרווח של כל הבנקים בהשוואה לרבעון המקביל.
- דיסקונט נהנה בסוף הרבעון הראשון מרמת המרווח הפיננסי הגבוהה ביותר, זאת בעקבות השיפור שחל במגזר המט"ח והמגזר הצמוד (גם בשנים עברו אופיין הבנק כבעל רמת מרווח פיננסי גבוהה יחסית). נתון זה הינו בעל חשיבות יתר בשל רמת הסיכון הגבוהה המגולמת בתיק האשראי של דיסקונט המאופיין בחשיפת יתר למספר מגזרים בעייתיים.

חמשת הבנקים הגדולים - מרווח פיננסי כולל



עלויות השכר - על אף תוכניות הפרישה של השנים האחרונות הבעיה הבסיסית נותרה עומדת בעינה

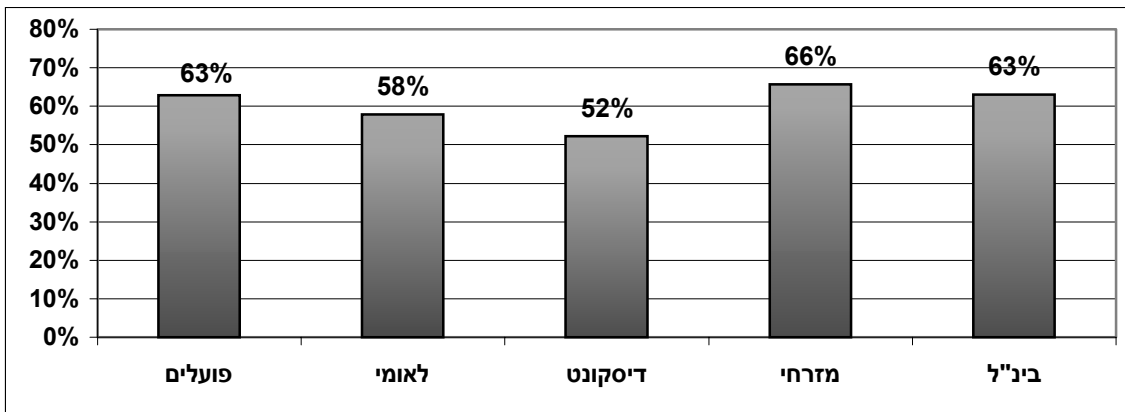
סעיף הוצאות השכר מהווה הוצאה מהותית בענף הבנקאות בישראל (כ- 60% מסך ההוצאות) המאופיינת בחוסר גמישות בשל הסכמי השכר הקיבוציים (בולט במיוחד בתקופות מיתון בהן חלה שחיקה חדה ברווח מפעילות). בנוסף, החל ממוחצית שנת 2002 צפויות הוצאות אלו לעלות ב- 1% נוסף זאת בשל העלייה במס השכר מ- 17% ל- 18%.

שיעור הוצאות השכר בדיסקונט גבוה משמעותית בהשוואה לבנקים האחרים, כפי שהדבר מתבטא הן בשיעור יחס הכיסוי התפעולי הנמוך של הבנק והן בשיעור הניצולת של ההון הבנקאי.

יחס כיסוי תפעולי

יחס הכיסוי התפעולי מתבסס אמנם על שיעור סך ההוצאות ולא רק הוצאות השכר, אולם בשל משקלן הרב מסך ההוצאות אנו מעריכים כי הוא יחס מייצג.

יחס כיסוי תפעולי Q1 - 2002*



* הכנסות תפעוליות מחולקות בסך הוצאות תפעוליות (ללא ניטרול הוצאות פרישה).

שיעור הניצולת של ההון הבנקאי (היחס בין מספר העובדים להון/סך נכסים)

בשל השפעת סעיפים חד פעמיים בתוצאות הבנקים (כגון פעילות ויזה לאומי שטרם הגיעה לאיזון, הוצאות פרישה מוקדמת וכו') עשויים להיווצר עיוותים ביחס התפעולי.

על מנת לנטרל חלק מגורמים אלו בחנו בנוסף את היחס בין ההון/הנכסים המושקעים בפעילות בנקאית בהשוואה לכמות העובדים ה"מתפעלים" הון זה. השימוש ביחס זה מבוסס על ההנחה כי "מלאי ההון לעובד" בבנקים דומה לזה שבעסק תעשייתי - ככל שמספר העובדים "למכונה" (כמות ההון המושקע בפעילות בנקאית) נמוך יותר קיימת ניצולת טובה יותר של ההון (יחס גבוה יותר מצביע על ניצולת טובה ולהיפך).

הבנק הבינלאומי		בנק המזרחי		בנק דיסקונט		בנק לאומי		בנק הפועלים		
2000	2001	2000	2001	2000	2001	2000	2001	2000	2001	
3,011	2,838	3,435	3,547	8,902	8,779	11,220	11,427	12,683	13,220	מספר משרות ממוצע
62,866	65,372	68,262	73,216	116,167	123,954	209,857	225,003	218,529	231,191	נכסים המושקעים בפעילות בנקאית במ' ש"ח*
3,017	3,192	2,854	3,085	5,308	5,326	11,304	12,415	12,150	12,450	הון עצמי במ' ש"ח
20.88	23.03	19.87	20.64	13.05	14.12	18.70	19.69	17.23	17.49	יחס עובדים לנכסים
1.00	1.12	0.83	0.87	0.60	0.61	1.01	1.09	0.96	0.94	יחס עובדים להון

* סך נכסים בניכוי: נכסים אחרים, בניינים וציוד, חברות כלולות.

נקודות אליהן ראוי לשים לב:

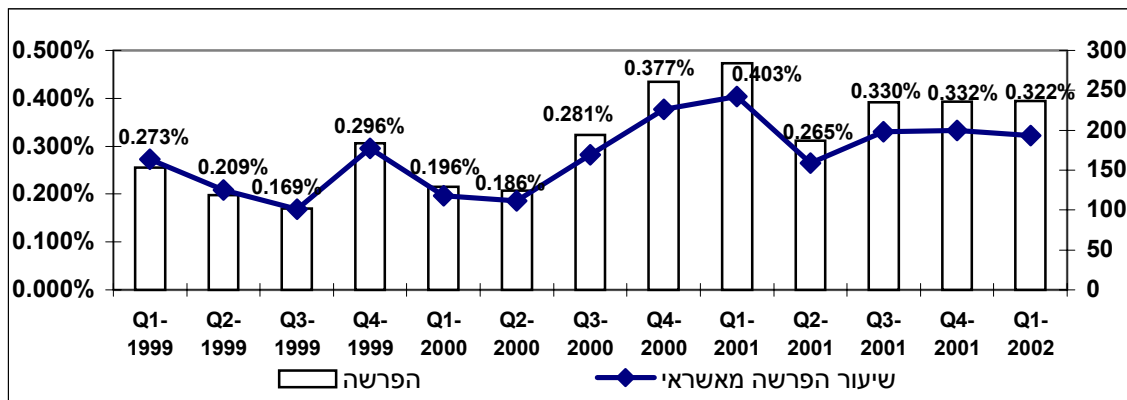
- הבינלאומי ודיסקונט מצביעים על ירידה במספר המשרות הממוצע, כתוצאה ממכירת אלפא-קארד בבינלאומי וצעדי התייעלות בדיסקונט. למרות זאת, לדיסקונט עדיין השיעור הנמוך ביותר של הון לעובד.
- כפי שניתן לראות הן יחס מספר העובדים להון והן יחס מספר העובדים לנכסים המושקעים בפעילות בנקאית מעלים תמונה דומה בנוגע לניצול המקורות של הבנק.

תיק האשראי של הבנק - הבעיה המסורתית מתחילה להראות סימני שיפור

זכור, הבנק נאלץ לבצע הפרשות גבוהות שגרמו להפסדים ולשחיקה חדה בהון העצמי, כתוצאה מחשיפת יתר למגזרים בעייתיים וכן בשל הרעת המצב הביטחוני והכלכלי במשק.

מגמת ההפרשות המאסיביות בבנק ו"פוטנציאל" הנזק שעוד צפוי להיגרם כתוצאה מאשראים בעייתיים יושפעו מהימשכות המיתון במשק, בדומה לכלל המערכת הבנקאית. **יחד עם זאת, להערכתנו, לאור ההפרשות הניכרות שכבר ביצע דיסקונט, נהיה עדים בעתיד למגמת יציבות בהפרשות הבנק לחומ"ס עם נטייה לצמצום.**

הפרשות רבעוניות לחומ"ס כאחוז מסך אשראי



תמחור הבנק - בשל ההפסדים אנו נוקטים בגישת תמחור מעט שונה

תמחור מניית דיסקונט מצריך גישה מעט שונה, זאת לאור הפסדי הבנק ברבעונים האחרונים והערכותינו כי מגמת השיפור בבנק תמשך באופן הדרגתי. לפיכך הנחנו כי תוצאות שנת 1999 יהוו בסיס לשנה מייצגת וממנה גזרנו את מכפיל ההון לתמחור הבנק.

ההנחה שהבנק יוכל לחזור ולהציג תשואה להון העולה על 6.5% בטווח זמן הנראה לעין הינה הנחה אופטימית שתידרש לעמוד במבחן הזמן. כמו כן יש לזכור כי במידה שמכירת ההחזקה בדיסקונט ניו-יורק תצא לפועל יאבד הבנק מקור רווחיות מהותי עבורו. אמנם כנגד המכירה יקבל הבנק תמורה שאמורה לייצג את שווייה הכלכלי של ההחזקה, אולם לדעתנו אין ההשקעה בפעילות הבנק בישראל דומה מבחינת הסיכון והתשואה החזויה להשקעה בפעילות הבנק בניו-יורק.

בהתבסס על ההנחות האמורות אנו צופים כי לאחר ההתייצבות יציג הבנק תשואה של כ- 6.5%. להערכתנו לאור רמת הסיכון הגלומה בבנק ובסביבה המאקרו כלכלית שיעור ההיוון הראוי לפעילות הבנק הינו 12%, המשקף מכפיל הון של 0.56.

לאור האמור לעיל, אנו מותירים את המלצתנו לגבי המניה על החזק עם מחיר יעד של 2.97 ש"ח למניה הגבוה בכ- 1.5% מהמחיר הנוכחי.

אוליביה זוהר - מנהלת מחלקת המחקר
טל': 7104441 - 03

גלית זידמן - אנליסטית
טל': 7104508 - 03

דודו יוגב - אנליסט
טל': 7104507 - 03

רונית חלימה - אנליסטית
טל': 7104506 - 03

שחר ברנר - אנליסט
טל': 7104419 - 03

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 מהממוצע בשוק**. סיכון שוק - **רמת הסיכון בהשקעה במניה דומה לממוצע בשוק**. נמוך - **הסיכון בהשקעה במניה נמוך מהממוצע 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 בנכסים 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 הנזכרים בדו"ח.