

הורדת מחיר יעד והמלצה

המחיר הפך ליקר יחסית, מה שיוצר צורך בהתאמתו לסקטור

לאומי

20.11.08

המלצה

ניטרלי

המלצה קודמת: קנייה

מחיר יעד

10 ₪

מחיר קודם: 15 ₪

מחיר נוכחי

9.3 ₪

גבוה-נמוך (12 חוד')

18.3 ₪ – 9.1 ₪

שווי שוק

12.9 מיליארד ₪

■ **נתחיל מהשורה התחתונה: אנו מעדכנים את מחיר היעד למניית לאומי ל- 10 ₪ ומורידים את ההמלצה לניטרלי.**

■ עכשיו לסיבות, ויש כמה. הראשונה שבהן היא ירידת התחזיות לרווחי כיל ל- 2009 בעקבות הורדת ההמלצה והתחזיות שביצענו לפני יומיים. קיצוץ התחזיות מקבל משנה טובה עם אזהרת הרווח של אורלקאלי שפורסמה היום.

■ המשמעות של הורדת התחזיות להכנסות כ"ל ובהתאם לרווחי החברה היא הורדת תחזית הרווח של לאומי ל- 2009 וכנגזר מכך ירידה בתשואה להון שצפוי הבנק להציג בשנה זו. אם לפני כחצי שנה הערכנו שהתשואה להון שתורמת כ"ל דרך החברה לישראל היא של 4% לשנה, כלומר רווח של כ- 800 מ' ₪ לשנה - בדומה לרווחים שנכללו בדוחות לאומי ברבעון השני, ולפני חודשיים הערכנו את תרומת כ"ל ב- 3% תשואה להון, עכשיו אנו מעריכים כי כ"ל תתרום בין 1%-1.5% תשואה להון בלבד בתוצאות לאומי.

■ בנוסף להשפעה זו, עלול הבנק להגיע למצב בו ההשקעה בחברה לישראל רשומה בשווי גבוה יותר משווי השוק של החברה. כיום רשומה ההשקעה בספרי לאומי ב- 1,246 מ' ₪, כאשר שווי השוק של אחזקת לאומי בחברה לישראל עומד על כ- 1,350 מ' ₪. כלומר ירידה נוספת של כ- 8% (מעבר ל- 10% שהיא יורדת היום) תגרום להשקעת הבנק להיות רשומה ביותר משווי השוק שלה. כך, בדומה להשקעת הפועלים בדלק נדל"ן ובכלל והשקעת דיסקונט בבינלאומי, להן יש סיכון לדרישה לרישום הפרשה לירידת ערך בגין השקעות אלו, צפויה לאומי להצטרף לתחום הבעייתי.

■ הירידה בתשואה הצפויה להון של הבנק ב- 2009 בשיעור של 2%-2.5% מביאה אותנו לתחזית תשואה של 8.5% בלבד לעומת תחזית קודמת ל- 10.6%.

■ המרכיב השני של תמחור הבנק הוא היקף ההון. הבנק נסחר הבוקר במכפיל הון של 0.67, אך לאור הרווח האפסי הצפוי ברבעון והשפעת הירידות בתיק ני"ע של הבנק, צפוי הון הבנק להתכווץ לעומת הון של סוף הרבעון השני, כך שמכפיל הון הנוכחי גבוה יותר מ- 0.67.

■ אנו מזכירים את מה שכתבנו בתחזית לדוחות הרבעון השלישי: לאומי הוא בעל האלוקציה הבעייתית ביותר בתיק ני"ע שלו – 12% מהתיק מוחזק במניות ו- 52% מוחזק באג"ח "אחרות", כלומר מוצרים מובנים וקונצרני. בהמשך אנו מביאים שוב את טבלת האלוקציה של הבנקים, ולהרחבה ראו את סקירתנו מיום 13.11.08.

■ ירידת ערך של תיק ניירות הערך של לאומי ב- 3.5% בלבד גוזרת התכווצות של הון ב- 1 מיליארד ₪ (נטו ממס) ועליית מכפיל הון אוטומאטית ל- 0.704. כלומר, לאור מבנה תיק ני"ע של הבנק, אנו עלולים לראות עליה במכפיל הון לכיוון 0.75 ואולי אף מעבר לכך.

■ **במכפיל הון של סביב 0.7-0.75 ותשואה צפויה של 8.5% ב- 2009 הבנק נסחר במחיר גבוה יחסית ליתר הבנקים. לכן אנו צופים שתמחור הבנק יותאם למערכת על ידי אחד מהשניים – ירידת מחיר מניית לאומי או עליית מחיר מניות יתר הבנקים. השורה התחתונה זהה בשני המקרים – ישנה עדיפות בהחזקת מניות הבנקים האחרים על פני לאומי.**

■ הפרמייה לה זכתה לאומי עקב החזקתה בחברה לישראל צפויה להערכתנו להיעלם, ולכן הבנק עשוי לסגור את פער התמחור החיובי בו הוא מצוי בחצי השנה האחרונה. **לאור זאת אנו מעדכנים את המלצתנו כלפי מטה למניית לאומי לניטרלי ומורידים את מחיר היעד ל- 10 ₪ המשקף מכפיל הון נוכחי של 0.73.**

אנו מפנים את תשומת לב הקוראים לפסקת הגילוי הנאות ומיאון האחריות בסוף מסמך זה

מבנה תיק הנוסטרו של הבנקים נכון לסוף הרבעון השני 2008:

ניירות ערך נכון ליוני 2008					
היקף תיק ני"ע מהמאזן	היקף תיק ני"ע מההון	שיעור המניות בתיק	שיעור אג"ח אחרות בתיק	שיעור אג"ח ממשלתי בתיק	
15%	213%	12%	52%	36%	לאומי
10%	167%	5%	43%	52%	הפועלים
21%	375%	5%	38%	51%	דיסקונט
5%	77%	9%	32%	59%	מזרחי
19%	318%	4%	45%	50%	הבינלאומי

(*) בדיסקונט החלוקה בין הממשלתי לאחרות לא מפורטת. בטבלה נמצאת תחת "אחרות" רק ההשקעה בניירות ערך מגובי נכסים ובאג"ח קונצרניות במט"ח עליהן נתן הבנק פירוט.

shay.ovadia@prismafinance.com	054-2225597	03-7756761	שי עובדיה	מנהל הברוקראז'
uri.waisbord@prismafinance.com	054-6750082	03-7567633	אורי וויסבורד	מחלקת המחקר
meir.slater@prismafinance.com	054-6750829	03-7567634	מאיר סלייטר	
steven.tepper@prismafinance.com	052-8329299	03-7567835	סטיבן טפר	
moshe.kattan@prismafinance.com	054-6750817	03-7567622	משה קטן	מניות – מקומי
ygal.erlich@prismafinance.com	050-2620610	03-7567620	יגאל ארליך	
eyal.grinbaum@prismafinance.com	052-2222901	03-7567624	אייל גרינבאום	
michael.katina@prismafinance.com	052-3255814	03-7567628	מייקל קטינה	
shraga.steran@prismafinance.com	054-6750023	03-7567614	שרגא שטרן	אג"ח ישראליות
barak.tepper@prismafinance.com	052-5677684	03-7567616	ברק טפר	
ariel.popovitz@prismafinance.com	052-4346265	03-7567618	אריאל פופוביץ	
shimi.barazany@prismafinance.com	052-8465441	03-7567626	שימי ברזני	נגזרים
jannette.ch@prismafinance.com	052-4750618	03-7567629	ז'נט צ'יקושולי	ניירות ערך זרים
eddy.dave@prismafinance.com	052-6803039	03-7567631	אדי דייב	
itzik.mor@prismafinance.com	054-6302364	03-7567637	איציק מור	לקוחות עצמאיים
sivan.kohen@prismafinance.com	050-8788226	03-7567639	סיוון כהן-ריאבוי	
doron.vice@prismafinance.com	054-4571706	03-7567635	דורון וייס	
daniel.goldstein@prismafinance.com	054-5976272	03-7567642	דניאל גולדשטיין	קשרי לקוחות

גילוי נאות ומיאון אחריות בדבר עבודת האנליזה (בהתאם להוראות רשות ניירות ערך)

גילוי נאות מטעם פריזמה שוקי הון בע"מ:

1. עבודת אנליזה זו נערכה ופורסמה ביום 20.11.2008 (להלן: "מועד הפרסום").
2. פריזמה שוקי הון בע"מ אינה מצויה בניגוד עניינים בשל הכנת עבודת אנליזה זו, למעט כמפורט להלן:
 - א. פריזמה שוקי הון לא קיבלה במהלך השנה האחרונה, ואינה צפויה לקבל, תגמול בהיקף מהותי מאת "קבוצת התאגיד הנסקר".
 - ב. נכון למועד הפרסום פריזמה שוקי הון בע"מ אינה עושה שוק בנייר הנסקר.
 - ג. למיטב ידיעת פריזמה שוקי הון בע"מ, נכון למועד הפרסום, מחזיקה קבוצת פריזמה¹ החזקה מהותית² בסוג מסוים של ניירות ערך של התאגיד הנסקר. כמו כן, במהלך 30 הימים שקדמו למועד הפרסום החזיקה קבוצת פריזמה³ החזקה מהותית⁴ בסוג מסוים של ניירות ערך של התאגיד הנסקר.
 - ד. למיטב ידיעת פריזמה שוקי הון בע"מ, נכון למועד הפרסום לא מחזיקה בעלת השליטה בפריזמה שוקי הון בע"מ⁵ החזקה מהותית בניירות הערך של התאגיד הנסקר.

גילוי נאות מטעם מכין עבודת האנליזה:

1. מכין האנליזה מועסק בפריזמה שוקי הון בע"מ, מדרך אבא הלל סילבר 12, רמת גן 52506 (טל': 03-7567777).
2. פרטים אודות מכין האנליזה:

שם מלא: מאיר סלייטר
מדרך אבא הלל סילבר 12, רמת גן 52506
השכלה: רו"ח, תואר ראשון בכלכלה וחשבונאות.
ניסיון: שנה.

מכין עבודת האנליזה אינו מצוי בניגוד עניינים בשל הכנת עבודת אנליזה זו.
3. גרף המציג את השינוי שחל במחיר נייר הערך נשוא העבודה לאורך שלוש השנים שקדמו למועד הפרסום מצורף בהמשך⁶.

הצהרה בדבר עצמאות שיקול הדעת של מכין העבודה

אני, מאיר סלייטר, מצהיר בזאת שהדעות המובעות בעבודת אנליזה זו משקפות נאמנה את דעותיי האישיות על ניירות הערך המסוקרים ועל התאגיד שהנפיק ניירות ערך אלה.

מאיר סלייטר שם מכין העבודה

¹ קבוצת פריזמה כוללת את כל החברות בשליטת פריזמה בית השקעות בע"מ, לרבות התאגיד המורשה, החברות הבנות שלו וחברות הנשלטות בידיהם.

² כאשר היחס בין שווי השוק של ניירות הערך של התאגיד הנסקר המוחזקים ע"י קבוצת פריזמה (בחשבונות הנוסטרו או בחשבונות המנוהלים על ידה לבין ההון העצמי של פריזמה שוקי הון בע"מ (על פי הדוחות הכספיים האחרונים שלה) עולה על 1%, הרי שמדובר בהחזקה מהותית. כמו כן, כל החזקה אחרת בעלת חשיבות ניכרת לשווי התאגיד היא מהותית.

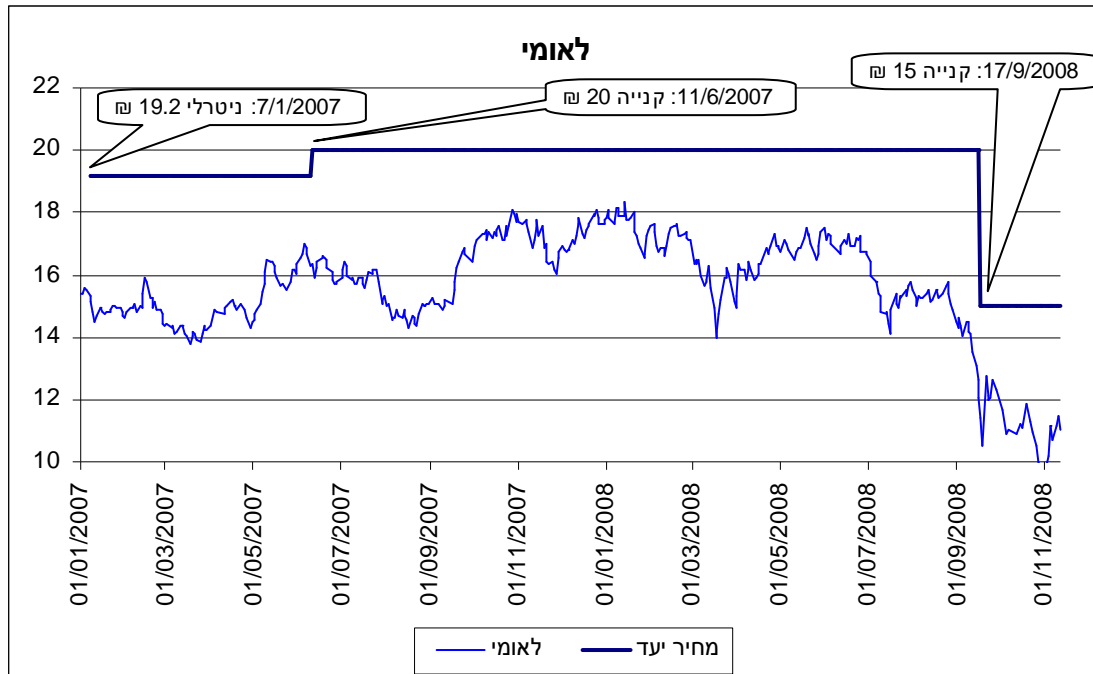
³ קבוצת פריזמה כוללת את התאגיד המורשה, החברות הבנות שלו, בעלת השליטה בו, והחברות הנשלטות בידיה.

⁴ כאשר היחס בין שווי השוק של ניירות הערך של התאגיד הנסקר המוחזקים ע"י קבוצת פריזמה (בחשבונות הנוסטרו או בחשבונות המנוהלים על ידה לבין ההון העצמי של פריזמה שוקי הון בע"מ (על פי הדוחות הכספיים האחרונים שלה) עולה על 1%, הרי שמדובר בהחזקה מהותית. כמו כן, כל החזקה אחרת בעלת חשיבות ניכרת לשווי התאגיד היא מהותית.

⁵ בעלת השליטה בפריזמה שוקי הון בע"מ היא קרן מרקסטון.

⁶ על הגרף מסומנים המועדים בהם הענקנו או שינינו המלצה מפורשת או מחיר יעד לנייר הערך הנ"ל, וכן פרטי השינוי. בנוסף מצוין מחיר היעד שניתן לנייר הערך הנ"ל, אם ניתן, והמועד אליו מתייחס מחיר היעד.

תרשים מנייה



התרשים לעיל מציג את מחיר מניית לאומי (מתואם לחלוקת דיבידנד) ואת מחירי היעד וההמלצות למנייה כפי שפורסמו על ידי מכין עבודה זו.

להלן טבלה המסכמת את מחירי היעד וההמלצות למנייה:

שער המנייה*	מחיר יעד	המלצה	תאריך
15.3	19.2	ניטרלי	7/1/07
16.3	20	קנייה	11/6/07
12.1	15	קנייה	17/9/08

* שער סגירה של המנייה בש"ח כאשר הוא מתואם לחלוקת דיבידנד.

מיאון אחריות

פריזמה בית השקעות בע"מ ו/או החברות הבנות ו/או הקשורות אליה (להלן יחד: "הקבוצה") מחזיקות ו/או סוחרות ו/או עלולות לסחור ו/או להחזיק בניירות הערך ו/או בנכסים הפיננסיים ו/או במטבעות המוזכרים בסקירה זו עבור עצמן ו/או עבור לקוחותיהן ו/או במסגרת עשיית שוק בהם. סקירה זו היא למטרות אינפורמטיביות בלבד ובשום אופן אין לראות בה כהצעה או כשידול לקנות או למכור את ניירות הערך, הנכסים הפיננסיים או המטבעות המוזכרים בה.

ניירות הערך ו/או הנכסים הפיננסיים ו/או המטבעות הנזכרים בסקירה זו עלולים לא להתאים לכל משקיע. סקירה זו אינה מביאה בחשבון את מטרות ההשקעה, המצב הכלכלי והצרכים הייחודיים של כל משקיע. על מקבל הסקירה לראותה כשיקול אחד בלבד ממכלול השיקולים שיש לשקלם טרם קבלת החלטה בדבר השקעה כלשהי, ואין להסתמך על סקירה זו בלבד טרם קבלת החלטה כאמור.

סקירה זו מתבססת על מידע פומבי וציבורי גלוי וכן על מקורות מידע הנחשבים בעיני עורכי הסקירה כאמינים. עם זאת, המידע הנכלל בסקירה זו לא אומת ולכן אין אנו ערבים לשלמותו או לדיוקו. אין לראות במידע בסקירה זו כעובדתי או כמכלול כל המידע הידוע, ולכן אין להסתמך על הכתוב בה ככזה.

ביצועי העבר של החברות הנסקרות בסקירה זו ו/או של ניירות הערך ו/או המטבעות הנזכרים כאן אינם יכולים להעיד על תוצאות העתיד, ואין בסקירה זו משום הבטחה ו/או מצג, מפורש או משתמע, בדבר ביצועי העתיד של החברה ו/או נייר הערך ו/או המטבע, לפי העניין.

האמור בסקירה זו אינו מהווה יעוץ מס מכל סוג שהוא, ולכן אם וככל שהשקעה כלשהי עשויה או עלולה להשליך על חבות המס של המשקיע, על המשקיע להיוועץ ביועץ מס עצמאי.

כל חוות דעת ו/או המלצות ו/או תחזיות המופיעות בסקירה זו משקפות את חוות דעתנו ביום פרסום הסקירה ולכן הן כפופות לשינוי בכל זמן. אנו מסירים כל אחריות מהקבוצה, מעובדי החברות בקבוצה, או מחברי דירקטוריון חברות הקבוצה לגבי תביעה כלשהי שתעלה בהסתמך על הכתוב בסקירה או בהסתמך על מידע כלשהו המופיע בסקירה.

אין להעתיק, להפיץ או להעביר סקירה זו או חלקים ממנה ללא רשות מפורשת, מראש ובכתב, מאת פריזמה בית השקעות בע"מ, והסקירה אינה מיועדת אלא למי שהומצאה לו ע"י פריזמה במישרין.