

## בנק לאומי - בעקבות דו"חות Q2/02 המאכזבים

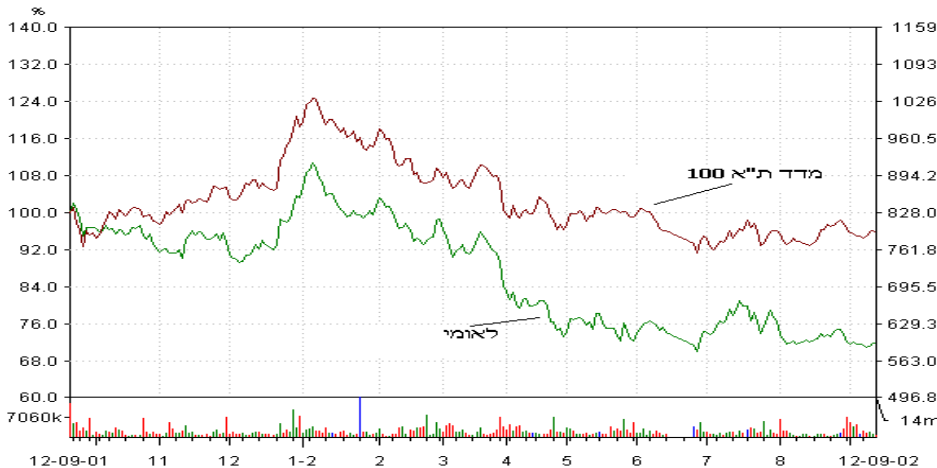
נתוני רווח והפסד					(מ' ש"ח)
2002E	2001E	Q2-2002	Q2-2001	2001	רווח מפעילות מימון לפני הפרשה לחומ"ס
5,450	5,250	987	1,316	5,554	הפרשה לחומ"ס
1,470	1,550	329	190	1,576	רווח מפעילות מימון לאחר הפרשה לחומ"ס
3,980	3,700	658	1,126	3,978	סך כל ההכנסות התפעוליות
2,900	2,870	737	721	2,877	סך כל ההוצאות התפעוליות
5,115	5,130	1,244	1,126	5,407	רווח מפעולות רגילות לפני מס
1,765	1,440	151	721	1,448	רווח נקי
933	740	77	382	935	רווח נקי מייצג *
933	740	148	381	-	מכפיל רווח
9.0	11.4	-	-	9.0	מכפיל הון
0.64	0.64	0.64	0.66	0.64	תשואה להון
7.0%	5.6%	-	-	7.5%	תשואה מייצגת להון*
7.0%	5.6%	-	-	8.3%	

\* בניטרול רווחים (הפסדים) מפעילות בלתי רגילה והפרשי מדד בגין ידוע.

### נקודות עיקריות

- תוצאות Q2/02 היו נמוכות מציפיותינו והצביעו על שחיקה חדה של 80% ברווח הנקי.
- על אף התוצאות החלשות, ראוי להדגיש כי חלק מההרעה נובע מגורמים חשבונאיים / חד פעמיים שאירעו ב-Q2/02.
- לאור המצב הכלכלי וחשיפתו של לאומי למספר מגזרים בעייתיים, אנו מעריכים כי הרבעונים הבאים יאופיינו ברמת הפרשות גבוהה מזו שראינו במחצית הראשונה של 2002.
- אחיזתו של הבנק במשקי הבית ממשיכה למתן את הפגיעה ברווחיות ומעניקה לו יתרון מהותי על פני מתחריו.
- מבין חמשת הבנקים הגדולים ממשיך לאומי לשמור על הרמה הגבוהה ביותר של יחס הלימות הון.
- אנו מותירים את המלצה על קניה עם מחיר יעד של 7.33 ₪ למניה.

### התנהגות המניה



המלצה	קניה
המלצה קודמת	קניה
מחיר נוכחי (ש"ח)	5.94
רמת סיכון	סיכון שוק
תאריך	17 בספטמבר, 2002
סימול רויטרס	BALITA
ענף	בנקים מסחריים
שווי שוק (מ' ש"ח)	8,414.7
מדד ת"א 100	360.16
גבוה/נמוך 12 חודשים	9.17/5.59
מחזור יומי ממוצע (מ' ש"ח)	17,578
מספר מניות (מ')	1,414
הון עצמי (מ' ש"ח)	13,250
כמות "צפה" (מ' ש"ח)	2,347.7
מכפיל הון	0.64
אנליסטית	רונית חלימה

## תוצאות הרבעון השני - השילוב של מיתון, השפעות חשבונאיות ואירועים חד פעמיים יצר תמונה קשה

תוצאות הרבעון השני היו נמוכות מציפיותינו והצביעו על שחיקה חדה ברווח הנקי שהסתכם ב- 77 מ' ש' לעומת 382 מ' ש' ברבעון המקביל (ירידה של 80%). ירידה זו בלטה במיוחד על רקע תוצאותיו של המתחרה העיקרי בנק הפועלים שהצביעו על שחיקה מתונה יותר של כ- 30% בלבד.

**על אף התוצאות החלשות ראוי להדגיש כי חלק מהגורמים לפגיעה הינם גורמים חשבונאיים, ואירועים בעלי אופי חד פעמי שנבעו מהשינויים החדים שחלו בסביבה המאקרו כלכלית במשק. חלק מגורמים אלו צפויים להפוך לבעלי השפעה חיובית כבר ברבעונים הקרובים.**

➤ **הפרשי מדד בגין/ידוע** - הפער בין שיעור עליית המדד הידוע בתקופה הנמדדת לבין שיעור עליית המדד בגין, הסתכם ב- Q2/02 ב- 0.85%. עבור גופים בעלי עודף נכסים כספיים (מאפיין את מגזר הבנקאות), היווצרותו של פער חיובי בין מדד בגין למדד ידוע מקטינה את הרווח החשבונאי המדווח. השפעה זו הינה חשבונאית ולא תזרימית. מכיוון שהמדדים הבאים צפויים להערכתנו להיות נמוכים יותר, סביר שהשפעה זו תתמתן ברבעונים הבאים.

➤ **הפסד מירידת ערך אג"ח למסחר** - השקעות הבנקים בני"ע סחירים מסווגות ל-3 סוגים: תיק ני"ע למסחר, תיק זמין למכירה ותיק מוחזק לפידיון. תיק ני"ע למסחר מאופיין בכך שהצגתו המאזנית נעשית לפי שווי שוק וירידה/עליה בערכו נזקפת לדו"ח הרווח והפסד (זאת להבדיל מהתיק הזמין למכירה המוצג במאזן לפי שווי שוק, אך שינוי בו נזקף לקרן הונית ותיק מוחזק לפידיון המוצג לפי עלות). Q2/02 אופיין בשינויים חדים בסביבה המאקרו כלכלית, שינויים שהביאו לרישום הפסדים הן באפיק השקלי והן באפיק הצמוד. להערכתנו התנאים ששררו במשק במהלך Q2/02 ושינויי הריבית החדים מהווים אירוע חריג שאינו מהווה מצב מייצג.

➤ **רישום עסקאות הגנה** - גורם זה כולל השפעה שלילית משולבת של שיטת רישום חשבונאי ותנאי מאקרו במשק. כפי שכבר ציינו Q2/02 אופיין בעליה החדה בשיעורי הריבית השקלית. בשל הקושי לעמוד בהגדרות החשבונאיות של "עסקאות גידור", מסווגות חלק מהעסקאות אותן ביצע הבנק כ"עסקאות אחרות". סיווג זה גורר גם שוני בשיטות המדידה החשבונאיות (שווי הוגן מול עיקרון הצבירה) ולפיכך נוצר מצב בו נרשמו הפסדים הנובעים בעיקר בשל הפרשי עיתוי, הצפויים להתקזז במהלך השנה הקרובה.

➤ **הפרשות לעתודה לפיצויים** - הוצאות השכר ב- Q2/02 הסתכמו ב- 761 מ' ש' לעומת 680 מ' ש' ברבעון המקביל, עלייה של כ- 12% (זאת על אף הירידה בהוצאות הפרישה מרצון). עלייה זו נובעת בחלקה מהפסדים שנגרמו בגין יעודה לפיצויים, הפסדים הנובעים מהחולשה שאפיינה הן את אפיקי ההשקעה המניתיים והן של אפיקי ההשקעה הסולידיים.

## הפרשות לחומ"ס והרכב החובות הבעייתיים

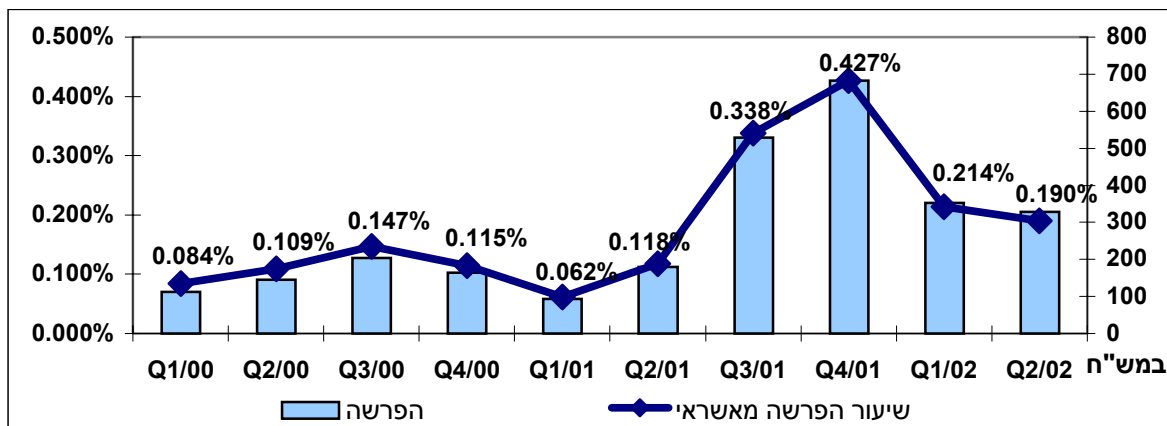
גורם נוסף שהביא לשחיקה החדה ברווחיות היה סעיף ההפרשות לחומ"ס שהסתכמו במחצית הראשונה של 2002 ב- 696 מ' ש' לעומת 289 מ' ש' בתקופה המקבילה. יחד עם זאת יש לציין כי השוואה לתקופה המקבילה הינה בעייתית שכן המחצית הראשונה של שנת 2001 אינה משקפת את ההרעה שחלה מאז במצב המשק והלווים.

לאור האמור העדפנו לבחון את סעיף ההפרשות משני היבטים: שיעור ההפרשה מסך האשראי כמגמה רבעונית מחד והרכב החובות הבעייתיים בבנק מאידך.

### שיעור ההפרשות לחומ"ס

העלייה החדה בהפרשות לה היינו עדים במחצית השניה של שנת 2001 הושפעה בחלקה מ"אפקטי" החלטת המפקח על הבנקים בעניין ההפרשות המיוחדות. יחד עם זאת, שיעור ההפרשות של לאומי במחצית הראשונה של שנת 2002 נראה לנו נמוך במקצת בהתחשב במצב הכלכלי במשק ובהרעה במצבם הפיננסי של לוויים גדולים, בעיקר בתחום התקשורת בו ללאומי חשיפה גבוהה בהשוואה למקובל במערכת. לאור האמור אנו מניחים כי ברבעונים הבאים נהיה עדים להפרשה רבעונית גבוהה מזו שהורגלנו לה במחצית הראשונה של השנה.

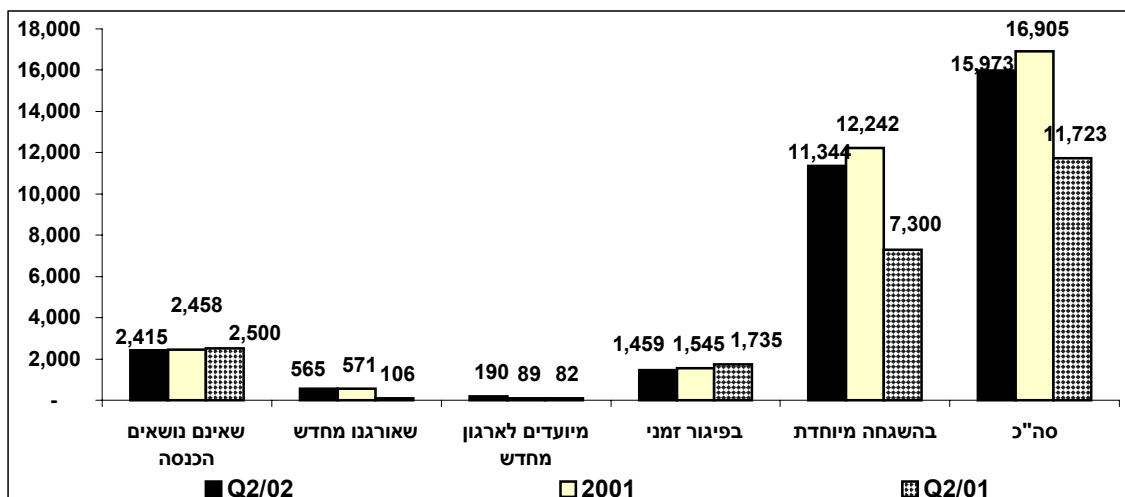
## שיעור הפרשות בלאומי מסך האשראי - מגמה רבעונית



### הרכב החובות הבעייתיים

חובות המוגדרים כבעייתיים כוללים מספר סוגים כגון: חובות שאינם נושאים הכנסה (מסווגים בקטגוריה החמורה ביותר) ולעומתם חובות תחת השגחה מיוחדת (חובות לגביהם הוחלט להגביר את המעקב והפיקוח אף כי לא צפוי בגינם הפסד אשראי).  
בחינת מצב החובות הבעייתיים בלאומי מעלה התייזבות ואף ירידה קלה בכל קטגוריות החובות הבעייתיים, בהשוואה לסוף שנת 2001. לאור המצב הכלכלי במשק וההרעה בכושר ההחזר של מספר לווים גדולים אליהם חשוף הבנק, אנו רואים את הירידה בחובות הבעייתיים כזמנית ולא כתחילתה של מגמת שיפור. בעניין זה יש לזכור כי סיווג חוב תחת ההגדרה "חובות בעייתיים" אינו נקבע עפ"י נוסחה אחידה והוא נתון במידה מסויימת לשיקול דעתו של הבנק.

### חובות בעייתיים - הרכב פנימי

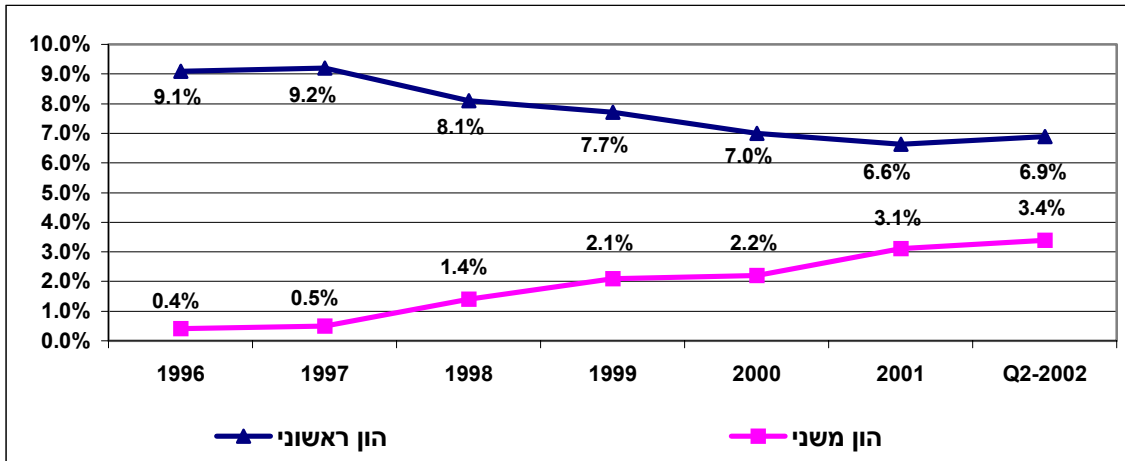


### הלימות ההון - מבין חמשת הבנקים הגדולים ממשיך לאומי להנות מיחס ההון הראשוני הגבוה ביותר

בחינת מדיניותם של הבנקים הגדולים בשנים האחרונות בנושא הלימות ההון והרכבה, מעלה מגמה ברורה של ירידה בשיעור ההון הראשוני במקביל לעליה בחלקו של ההון המשני. מגמה זו שאפיינה את כל הבנקים הינה תוצר לוואי ישיר של מדיניות חלוקת הדיבידנדים והצמיחה המהירה בסעיף האשראי שאפיינו את סקטור הבנקאות בשנים האחרונות.

תוצאתה של מדיניות זו לא איחרה לבוא, ובסוף שנת 2001 הגיעו חמשת הבנקים הגדולים ליחס הון ראשוני נמוך מאוד הקרוב באופן מדאיג למינימום שנקבע עפ"י הוראות בנק ישראל. עיתוי הירידה בהלימות ההון התגלה כבעייתי במיוחד בשל השחיקה ברווחי הבנקים והמיתון המעמיק במשק שיקשה על שיפור עתידי.

**יחס הון ראשוני והון משני בבנק לאומי בשנים האחרונות**



מבין חמשת הבנקים הגדולים ללאומי יחס הלימות ההון הראשוני הגבוה ביותר - 6.9%. רמה זו מהווה לדעתנו יתרון מהותי עבור הבנק וזאת משתי סיבות: שיפור החוזק הפיננסי (בעיקר בתקופת מיתון בה נפגעת הרווחיות ונשחק ההון) והגידול ביכולת מתן האשראי שהופך את הבנק לגורם המשמעותי ביותר כיום בתחום האשראי במשק. כוחו של הבנק בתחום האשראי עשוי להיטיב את מצבו גם בניהול מו"מ עם לווים בעייתיים השייכים לקונצרנים הזקוקים לאשראי כדוגמת תבל וקבוצת אי.די.בי.

**על אף הערכתנו כי גם בשנה הקרובה ימשיך הסקטור הבנקאי לסבול מהמיתון במשק אנו איננו מוצאים הצדקה כלכלית למחיר אליו התדרדרה המניה**

תוצאותיו המאכזבות של לאומי ברבעון האחרון היוו שלב נוסף בהליך ההרעה העובר בשנה האחרונה על סקטור הבנקאות בישראל. כתוצאה מהמיתון במשק ומהמשבר הקשה במיוחד העובר על מספר ענפים. למרות הערכתנו כי ללא שינוי המצב במשק תתקשה גם המערכת הבנקאית להציג שיפור ניכר, אנו מאמינים כי בשל היתרונות לגודל מיטביים הבנקים הגדולים להתמודד עם השלכות המיתון וכי הימשכות המיתון תביא לחיזוקו של הפער בין הבנקים הגדולים והדגשת יתרונם על פני הבנקים הקטנים.

בחודשים האחרונים סבלה מניית לאומי מלחץ שלילי שנבע הן מההרעה במצבם של לווים גדולים אליהם חשופה מערכת הבנקאות והן מכוונות ההנפקה של המדינה. אף על פי שתחזיותנו לשנה הקרובה מניחות כי לא יחול שיפור משמעותי במצב המשק ומערכת הבנקאות, אנו איננו מוצאים הצדקה כלכלית למחיר אליו התדרדרה מניית הבנק. אשר להנפקה המתוכננת באוקטובר הקרוב, אנו נוטים להתייחס אליה כאל אירוע זמני, ולפיכך אין בה כדי להשפיע על נושא התמחור והערכת שוויה של פעילות הבנק.

אנו מעריכים כי בנק לאומי יציג בשנת 2003 תשואה להון של 7.0% ועל כן אנו סבורים כי מכפיל ההון הראוי לפיו יש לתמחר את המניה הינו 0.78 (המשקף תשואה חזויה של 7.0% לעומת תשואה נדרשת של 9%). מחיר המניה הנגזר ממכפיל זה הינו 7.33 ש"ח למניה.

לאור האמור אנו מותירים את המלצתנו על קניה עם מחיר יעד של 7.33 ש"ח למניה הגבוה בכ- 23% ממחירה הנוכחי.

**מחלקת המחקר 03-7104500**  
אוליביה זוהר - מנהלת מחלקת המחקר  
olivia@gmul.co.il  
גלית זידמן - אנליסטית  
galit@sahar.co.il  
דודו יוגב - אנליסט  
david@sahar.co.il  
רונית חלימה - אנליסטית  
ronith@sahar.co.il  
שחר ברנר - אנליסט  
shachar\_b@gmul.co.il

**גמול סהר חתמים, חברה קשורה לגמול סהר שירותי בורסה, נבחרה ע"י נכסים מ.י. להיות חלק מקונסורציום החתמים שיוביל את הנפקת לאומי, הנפקה שצפויה לצאת באוקטובר הקרוב.**

**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 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.