

עדכון לחברה - בנק הפועלים

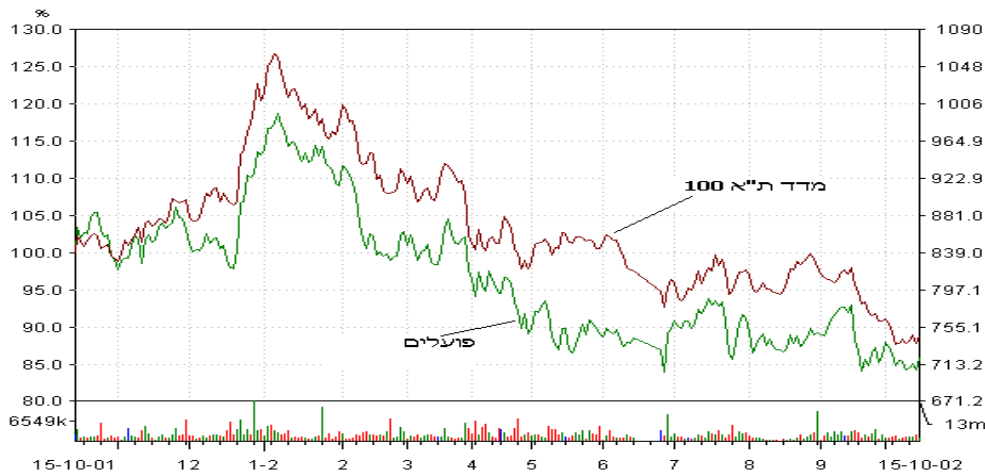
נתוני רווח והפסד					(מ' ש"ח)
2003E	2002E	1-6/02	1-6/01	2001	רווח מפעילות מימון לפני הפרשה לחומ"ס
5,800	5,600	2,641	3,002	6,047	הפרשה לחומ"ס
1,530	1,550	724	338	1,278	רווח מפעילות מימון לאחר הפרשה לחומ"ס
4,270	4,050	1,917	2,664	4,769	סך כל ההכנסות התפעוליות
3,600	3,580	1,793	1,789	3,502	סך כל ההוצאות התפעוליות
5,910	5,790	2,818	2,866	5,914	רווח מפעילות רגילות לפני מס
1,960	1,840	892	1,587	2,357	רווח נקי
1,025	902	442	640	958	רווח נקי מייצג *
1,025	902	589	872	1,246	מכפיל רווח
8.8	10.0	-	-	9.5	מכפיל הון
0.66	0.66	0.66	0.70	0.69	תשואה להון
7.5%	6.6%	-	-	7.4%	

* בניטרול חברות כלולות, רווח/הפסד מפעולות בלתי רגילות, הפרשות מיוחדות והשפעת מדד בגין/ידוע.

נקודות עיקריות

- תוצאות הבנק לרבעון השני היו גבוהות מציפיותינו, ובלטו לטובה במיוחד לאור תוצאותיו של המתחרה העיקרי בנק לאומי.
- חלוקת ההחזקה במניות כור כדיבידנד בעין פותרת לבנק שתי בעיות: המשך רישום הפסדים בגין ההשקעה וביצוע מחיקה בסך 250 מ' ש"ח בגין הפסדים לצרכי מס שרשם הבנק.
- בחינת מקורות הרווח של הבנק מעלה את תרומתם המהותית של משקי הבית המאופיינים ביציבות יחסית על אף המיתון.
- אנו מעריכים כי ללא שיפור במצב המשק גם ברבעונים הבאים נהיה עדים להפרשות גבוהות לחומ"ס.
- אף על פי שהורדת דירוג האשראי לא הגיעה כהפתעה וסביר כי השפעותיה החלו כבר להראות בעלות הגיוסים בחו"ל, אין להתעלם מההשלכות השליליות של צעד זה על מערכת הבנקאות.
- אנו מותירים את המלצתנו על קניה עם מחיר יעד של 9.1 ש"ח למניה.

התנהגות המניה



המלצה	קניה
המלצה קודמת	קניה
מחיר נוכחי (ש"ח)	7.21
רמת סיכון	סיכון שוק
תאריך	16 באוקטובר 2002
סימול רויטרס	POLITA
ענף	בנקים מסחריים
שווי שוק (מ' ש"ח)	9,002
מדד ת"א 100	329.58
גבוה/נמוך 12 חודשים	6.88/9.96
מחזור יומי ממוצע (א' ש"ח)	19,372
מספר מניות (מ')	1,249
הון עצמי (מ' ש"ח)	13,624
כמות "צפה" (מ' ש"ח)	4,933
מכפיל הון	0.66
אנליסטית	רונית חלימה

תוצאות Q2/02 - הפתיעו לטובה על אף הירידה ברווחיות

תוצאות הבנק ל-Q2/02 היו גבוהות מציפיותינו והצביעו על רווח נקי של 223 מ' ש' לרבעון לעומת 321 מ' ש' ברבעון המקביל, אמנם המדובר בירידה של כ- 30% אך בהתחשב בשינוי לרעה שחל במצב המשק בשנה האחרונה ובירידה החדה עליה הצביעו דו"חות המתחרה העיקרי (בנק לאומי) המדובר בתוצאות מפתיעות לטובה.

כפי שצינו בעדכונים האחרונים שפרסמנו בעקבות תוצאות הבנקים ברבעון ה-II, תוצאות Q2/02 אופיינו במספר השפעות חשבונאיות / חד פעמיות אליהן יש לדעתנו לשים את הדעת:

- **הפרשי מדד בגין/ידוע** - הפער בין שיעור עליית המדד הידוע במחצית הראשונה לבין שיעור עליית המדד בגין, הסתכם בכ- 1.48%. במקרה של עודף נכסים כספיים (המאפיין את מגזר הבנקאות), הפרש חיובי בין מדד בגין לידוע מקטין את הרווח החשבונאי. פער זה הסתכם בפועלים במחצית הראשונה ב - **127 מ' ש'.** השפעה זו אף שהיא מהותית לכאורה הינה חשבונאית ולא תזרימית, ולהערכתנו צפויה להשתנות כבר ברבעונים הקרובים.
- **רווח מפעילות מימון** - הרווח מפעילות מימון היה גבוה מתחזיותינו זאת על אף השחיקה בהשוואה לרבעון המקביל. הסיבות לשחיקה המתונה יחסית לה אנו עדים בבנק הפועלים הינן: גידול של 4% בהיקף הפעילות הפיננסית ורווחים כתוצאה מעסקאות להחלפת ריבית. חלק מהרווחים בגין עסקאות הגנה אלו עשוי לנבוע מהפרשי עיתוי הנובעים מהקושי לעמוד בהגדות החשבונאיות לעסקאות גידור, הפרשים הצפויים להתקזז במהלך הרבעונים הקרובים. כך לדוגמה במידה שהבנק אינו עונה על ההגדרה החשבונאית של עסקת גידור תרשם העסקה עפ"י עקרון העלות בעוד שהמכשיר הפיננסי בגינה יופיע עפ"י שווי השוק שלו. אם לדוגמה נקט הבנק בפוזיציה Short על הריבית השקלית, הרי שבשל העליה החדה בריבית השקלית במהלך Q2/02 נשחקה התחייבותו של הבנק בגין המכשיר הפיננסי. במידה שהעסקה האמורה הוגדרה כעסקה אחרת ולא כעסקת גידור אזי נכס הבסיס העומד כנגד מכשיר הפיננסי האמור נרשם עפ"י שיטת העלות, רישום שאינו משקף את הרווח/הפסד שנצברו בגינו.
- **הוצאות שכר** - הוצאות השכר של הבנק הסתכמו ב-Q2/02 ב- 787 מ' ש' לעומת 832 מ' ש' בתקופה המקבילה, ירידה של כ- 5%, הנובעת משחיקה ריאלית ומהקטנת המענק לעובדים. בניגוד ללאומי שנפגע מהפסדי ייעודה לפיצויים שהגדילו את הוצאות השכר, קופות הפיצויים בפועלים מנוהלות ברובן ע"י גופים חיצוניים ולפיכך אינן משפיעות כמעט על תוצאות הבנק.

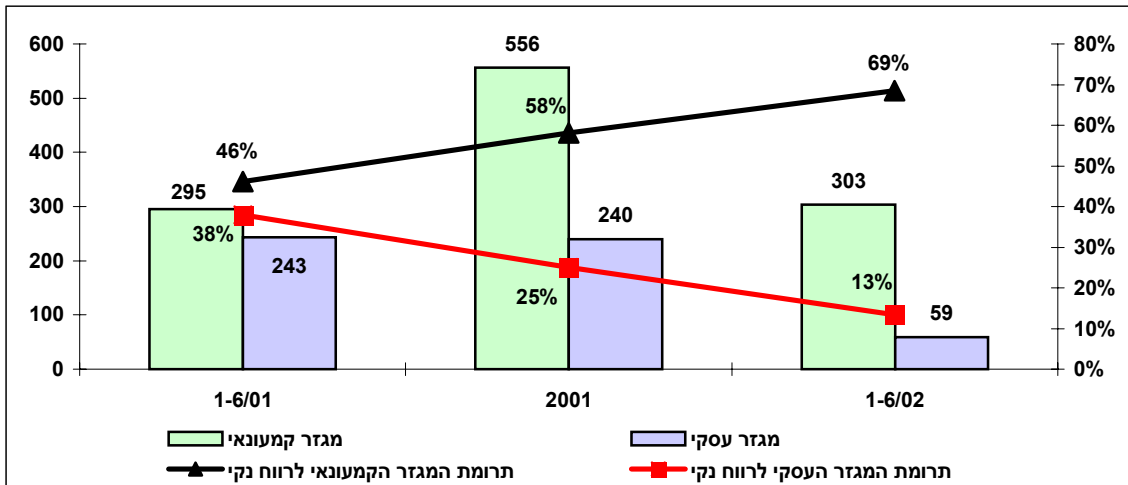
משקי הבית - ממשיכים להיות ה"פרה החולבת" של הבנק

אף על פי שאותות המיתון ניכרים היטב בכל מגזרי הפעילות במשק, בחינת מקורות הרווחיות של הבנק מעלה רמות רגישות שונות של מגזרים שונים, כך לדוגמה בעוד שבמגזר העסקי ניכרות היטב ההרעה והשחיקה ברווחיות, מצליח המגזר הקמעונאי (משקי הבית) להפגין יציבות.

אחיזתו של פועלים (בדומה ללאומי) במגזר משקי הבית המאופיין בפיזור גבוה, רמת מרווחים פיננסיים גבוהה ואחוזי נטישה נמוכים, מעניקה לבנק יתרון מהותי בהשוואה לבנקים המוטים כלפי הסקטור העסקי.

להערכתנו העדר שיפור במצב המשק יביא בסופו של דבר לפגיעה גם במשקי הבית. יחד עם זאת אנו עדיין רואים במשקי הבית מגזר בעל רמת סיכון נמוכה משמעותית בהשוואה למגזר העסקי וככרית ביטחון לבנק.

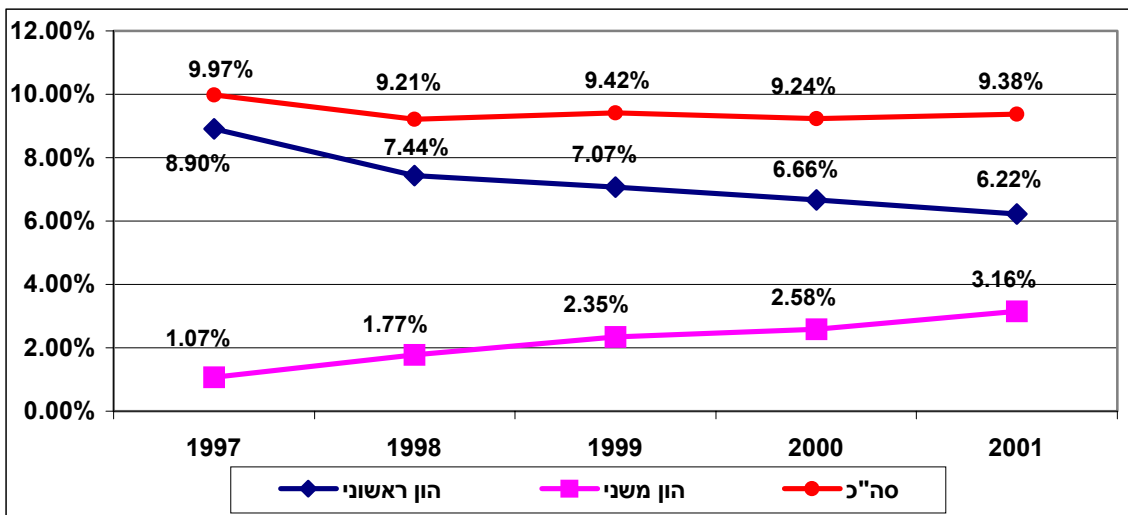
**המגזר הקמעונאי והמגזר העסקי:
 ההבדל בין "פרה חולבת" ל"כוכב עולה" שנפל**



הלימות ההון וחלוקת מניות כור כדיבידנד בעין

עד לפני מספר שנים אופיינה המערכת הבנקאית ביחס הון ראשוני גבוה. החל משנת 1997 מסתמנת במערכת מגמה של שמירה על יציבות ביחס הלימות ההון הכולל מחד במקביל לשינוי ההרכב הפנימי (עליה בהון המשני וירידה חדה בהון הראשוני) מאידך. ירידה זו נובעת בעיקר מגידול חד באשראי ומחלוקת דיבידנדים אגרסיבית.

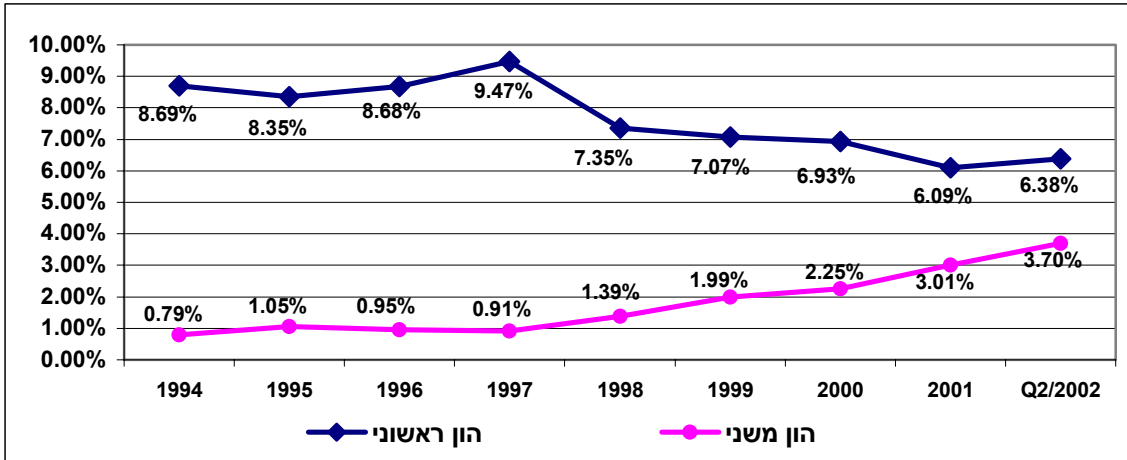
יחס הלימות ההון בחמשת הבנקים הגדולים



* מקור נתוני בנק ישראל.

שינויי זה לא פסח גם על פועלים אשר בשנים האחרונות חילק דיבידנד מצטבר בסך 3.4 מיליארד ₪, (זאת בהתאם למדיניות הבנק לפיה יחולק דיבידנד בשיעור 50% מהרווח), במקביל להצגת גידול של 67% באשראי משנת 1997 ועד לסוף שנת 2001 (התוצר המקומי צמח באותה תקופה ב- 12.6% בלבד). שילוב זה הביא לירידה חדה ביחס ההון הראשוני של הבנק שירד קרוב למגבלת המינימום של 6%.

יחס הלימות ההון של הבנק בשנים האחרונות



* בשנת 1997 הופרט הבנק.

בתאריך 15/10/2002 הודיע הבנק על חלוקת החזקתו בכור כדיבידנד בעין. עפ"י הודעת הבנק כל המחזיק בכ- 392.6 ממניות בנק הפועלים יהיה זכאי לקבל מניית כור אחת. חלוקת ההחזקה בכור כדיבידנד בעין מהווה לדעתנו צעד חיובי ממספר סיבות:

➤ **פתרון המחלוקת עם הפיקוח על הבנקים בעניין רישום הפסד לצרכי מס - לפני כשנה הודיע**

בנק הפועלים על כוונתו למכור את החזקתו (21%) בכור תעשיות, צעד שאפשר לו להכיר בהפסדים צפויים ממימוש ההחזקה (הפער בין ההשקעה המאזנית לעלותה) כמסים נדחים בסך 250 מ' ש. משמעות הסעיף מסים נדחים דומה להפסד מראש. על פי הכללים החשבונאיים, יכולה חברה לרשום מסים נדחים כנכס במאזן בגין הפסד מראש במקרה שהיא צופה שבעתיד יהיו לה רווחים בסכומים גבוהים מההפסדים הנצברים, כך שתוכל לקזזם מהרווחים העתידיים.

סכום המס הנדחה יירשם במאזן בגובה החסכון במס בגין קיזוז ההפסדים בעתיד (שיעור המס מוכפל בגובה ההפסד). היות שהבנק לא מכר בפועל את ההחזקה בכור, הורה המפקח על הבנקים לבנק להפסיק לרשום מיסים נדחים לקבל החל מתחילת שנת 2002. אשר למיסים הנדחים לקבל בסך 250 מ' ש שנרשמו בשנת 2001 הודיע המפקח על הבנקים לבנק כי ב-Q1/03 יחליט כיצד יטופל הסעיף האמור. אחד התסריטים האפשריים של הודעה זו של הפיקוח היה ביצוע מחיקה של הנכס, מחיקה בסך 250 מ' ש. חלוקת מניות כור כדיבידנד פתרה למעשה לבנק את הבעיה.

➤ **הפסקת רישום הפסדים בגין ההשקעה - במהלך השנה וחצי האחרונות נאלץ הבנק לרשום**

הפסדים בגין השקעתו בכור. לאור מצבה של אי.סי.אי והפער בין שווי השוק של המניה לבין ערכה בספרי כור, נראה כי גם ברבעונים הבאים היתה צפויה החזקה בכור להמשיך ולהסב נזק לבנק הפועלים.

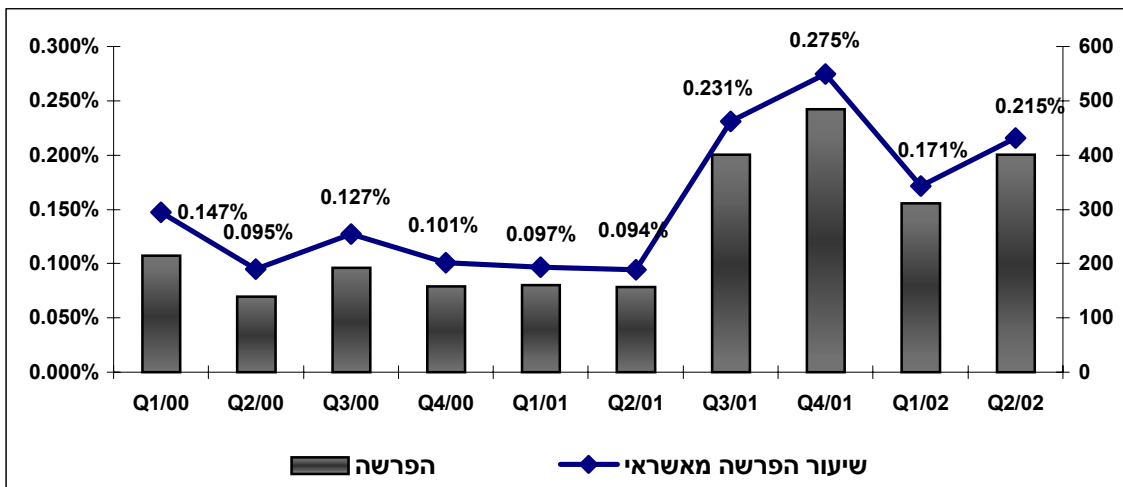
➤ **השפעה על הלימות ההון - חלוקת מניות כור מקטינה את בסיס ההון של הבנק מחד ואת**

נכסי הסיכון מאידך. אף על פי שהירידה בבסיס ההון יכולה להיות בעלת השפעה שלילית על הלימות ההון בטווח הקצר. אנו מעריכים כי מצב זה הינו זמני וכי הפסקת רישום ההפסדים בגין כור תשפר את הלימות ההון של הבנק בעתיד.

הפרשות לחומ"ס והחובות הבעייתיים - גם בשנה הקרובה אנו צפויים לשיעור הפרשות גבוה

מגמת ההפרשות הגבוהות המאפיינת את סקטור הבנקאות בשנה האחרונה נמשכה גם ב-Q2/02. סך ההפרשות לרבעון הסתכמו ב- 401 מ' ש גבוה במעט מציפיותינו, אך עדיין בגבולות טווח הסטייה הסביר. על אף התנודתיות המאפיינת את שיעורי ההפרשות מסך האשראי ברבעונים האחרונים, אנו מעריכים כי רמת ההפרשות ב-Q2/02 מהווה אומדן מייצג לרבעונים הבאים וכי בהעדר שינוי במצב הכלכלי במשק לא צפויה ירידה בסעיף זה.

שיעור הפרשות לחומ"ס מסך אשראי בפועלים - מגמה רבעונית



בתאריך 29/8/2002 פרסם ביהמ"ש העליון את החלטתו בדבר הפיצוי בגין הפרשת הקרקעות החקלאיות הניתן לחקלאים, נקבע כי הפיצויים שהיו נהוגים עד כה הינם בלתי סבירים ובלתי חוקיים. על אף חשיפתו ההיסטורית הגבוהה של פועלים (כמו לאומי) לסקטור החקלאי אין המדובר, לטענת שני הבנקים, בהחלטה שמשמעותה הגדלת הפרשות לחומ"ס, שכן ההפרשות בגין מגזר זה נעשו עוד בעבר (במסגרת הסדר הקיבוצים) וללא התחשבות בפיצויים כמקור הכנסות עתידי (זאת בשל הקושי לאמוד אותם הן מבחינת הסכום והן מבחינת המועד בו יתקבלו). על אף האמור עלינו לזכור כי משמעות ההחלטה האמורה הינה פגיעה במקור כספי שצפוי היה לשמש את הסקטור החקלאי, פגיעה שבוודאי צפויה להרע את מצבו הפיננסי. כמו כן ההחלטה משפיעה על הקפאת פרויקטים של בניה ובכך מקטינה את כרית הביטחון של סקטור זה מול הלוואות קיימות, בכך שהתזרים העתידי שלהן צפוי לקטון.

הורדת דירוג שלושת הבנקים הגדולים בישראל ע"י S&P

בתאריך 18 לספטמבר 2002 הודיעה סוכנות הדירוג הבינ"ל S&P על הורדת הדירוג ארוך הטווח של שלושת הבנקים הגדולים בישראל: פועלים - הורדת הדירוג מ-(A-) ל-(BBB+), לאומי - הורדת הדירוג מ-(A-) ל-(BBB+), ודיסקונט - הורדת הדירוג מ-(BBB) ל-(BB). בעקבות הודעה זו ירדו מניות הבנקים בשיעורים חדים.

- אנו מזהים מספר השלכות שליליות של הורדת הדירוג על מערכת הבנקאות בכלל ועל פועלים בפרט:
 - עלייה בעלויות הגיוס של הבנקים הישראלים בחו"ל, ועל עלויות הגיוס של חברות נוספות המתבססות על מקורות מימון בחו"ל.
 - העלאת הריבית על הלוואות (אנו מעריכים כי בתוספת עלות הגיוס יישאו הלקוחות לאור רמת המרווחים הנמוכה בה פועלת מערכת הבנקאות בישראל אנו איננו צופים כי חלק מהעלות יגולגל אל הבנקים).
 - החרפת מצוקת האשראי של עסקים, בעיקר אלו הזקוקים לאשראי במט"ח.
 - עליית הריבית על הלוואות צפויה ליצור נטל עלויות נוסף לעסקים (בשל העלייה בהוצאות המימון), נטל זה ישפיע לרעה על יכולת החזר של עסקים ועל סעיף הפרשות לחומ"ס.
 - פגיעה נוספת צפויה להיגרם מכיוון דירוג ההשקעה של הבנקים. הורדת הדירוג יוצרת שתי בעיות מבחינת המשקיעים הזרים: סיווג הבנקים כבעלי רמת סיכון גבוהה יותר, ומגבלה מבחינת הקריטריונים והיקף ההשקעה של גופים מוסדיים במניות השייכות לדירוג נמוך יותר.

אף על פי שהורדת הדירוג לא הגיעה כהפתעה וסביר להניח כי השפעותיה החלו כבר להראות בעלות הגיוסים בחו"ל אין באפשרותנו להתעלם מההשלכות השליליות הצפויות בגין צעד זה על מערכת הבנקאות.

תמחור המניה

אנו מעריכים את פעילותו של הבנק עפ"י מכפיל הון של 0.84 המשקף תשואה חזויה של 7.5% בהשוואה לתשואה נדרשת של 9%. המחיר הנגזר ממכפיל זה מציב בפנינו מחיר יעד של **9.1 ש"ח** למניה.

לאור האמור אנו מותירים את המלצתנו על **קניה** עם מחיר יעד של **9.1 ש"ח** למניה הגבוה ב-26% 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 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.