

לכבוד

בנק דיסקונט לישראל בע"מ

רח' יהודה הלוי 23,

תל-אביב

א.ג.

הנדון: הערכת שווי ההשקעה של בנק דיסקונט לישראל בע"מ (להלן: "בנק דיסקונט")

בבנק הבינלאומי הראשון לישראל בע"מ (להלן: "הבנק הבינלאומי" ו/או "הבנק")

1. אני החתום מטה, פרופ' יורם עדן, רואה חשבון, נתבקשתי על ידכם לעדכן את חוות דעתי מיום 29 באוגוסט 2012 (להלן: "חוות הדעת הקודמת" ו/או "חוות דעת אוגוסט"), בכל הנוגע להערכת השווי של החזקות בנק דיסקונט בבנק הבינלאומי. חוות הדעת הקודמת נערכה לפי המידע הגלוי שהיה ברשותי לאחר פרסום הדוחות הכספיים של הבנק הבינלאומי ליום ולתקופה של שלושה חודשים שנסתיימה ביום 31 במארס 2012.
 2. בנק דיסקונט מחזיק בכ-26.45% מהון המניות ומזכויות ההצבעה בבנק הבינלאומי¹. בהתאם להסכם בין פיבי אחזקות לבנק דיסקונט, מיום 28 במארס 2010, בנק דיסקונט יהיה זכאי, עד ליום 13 במארס 2014, לכך שפיבי אחזקות תמשיך למנות רבע מחברי הדירקטוריון של הבנק הבינלאומי מבין מועמדים שיומלצו על ידי בנק דיסקונט, בכפוף להוראות בדבר מניעת ניגודי עניינים, ללא קשר למספר המניות המוחזקות על ידי בנק דיסקונט.
- ההשקעה במניות הבנק הבינלאומי (להלן: "ההשקעה") נכללת בדוחות הכספיים של בנק דיסקונט לפי שיטת השווי המאזני (אקוויטי). זאת, בהתאם לכללי החשבונאות המקובלים.

¹ זאת לאחר איחוד הון המניות של הבנק שבוצע ביום 19.09.2010.

חלקו של בנק דיסקונט בשווי המאזני של הבנק הבינלאומי ליום 30 בספטמבר 2012 הינו כ-1,566 מיליון ש"ח. ליום 30 ביוני 2012, רשם בנק דיסקונט הפרשה לירידת ערך בסכום של 113 מיליון ש"ח, באופן שיתרת ההשקעה לאחר ההפחתה הייתה 1,511 מיליון ש"ח. שווי ההשקעה בבורסה ביום 27 בספטמבר 2012 (יום המסחר האחרון שקדם למועד הנ"ל) היה כ-1,223 מיליון ש"ח. שווי ההשקעה בבורסה ביום 25 בנובמבר 2012 היה כ-1,283 מיליון ש"ח.

מן הראוי לציין כאן, כי בסכום שבו נכללת ההשקעה במניות הבנק הבינלאומי בדוחות הכספיים של בנק דיסקונט ליום 30 בספטמבר 2012, לא נכלל כל הפרש מקורי או כל סכום אחר בשל מוניטין.

3. נתבקשתי על ידכם להתייחס בחוות הדעת המעודכנת לשאלה הבאה:

האם, לאור פרסום הדוחות הכספיים של הבנק הבינלאומי הראשון ליום ולתקופה של שישה חודשים שנסתיימו ביום 30 ביוני 2012 (להלן: "**הדוחות לרבעון השני של שנת 2012**") יש מקום לשנות ו/או לעדכן את ההנחות והפרמטרים העומדים בבסיס חוות הדעת, וכיצד, אם בכלל, שינויים אלו משפיעים על סכום הערכת השווי של הבנק הבינלאומי כפי שנכלל בחוות הדעת הקודמת.

4. יש לקרוא חוות דעת זו יחד עם חוות הדעת הקודמות מיום 29 באוגוסט 2012, מיום 30 במאי 2012 (להלן: "**חוות דעת מאי**") וחוות דעתי המפורטת מיום 27 במרץ 2012 (להלן: "**חוות דעת מארס**"), והאמור בהן יחול אף כאן, בשינויים המתחייבים, לפי העניין בהתאמה. אם תאזכרו חוות דעת זו בדוחות הכספיים לתקופת הביניים שנסתיימה ביום 30 בספטמבר 2012, הנכם מתבקשים לאזכר את חוות הדעת הקודמת שנכללה בדוחות הכספיים לתקופת הביניים שנסתיימה ביום 30 ביוני 2012 ואת חוות דעת מארס.

5. להלן תמצית עדכון חוות דעתי:

5.1 לפי נתוני הלמ"ס, שפורסמו ביום 18 בנובמבר, התוצר המקומי הגולמי עלה ברבעון השלישי של שנת 2012 בשיעור שנתי של 2.9% וזאת לאחר עליה בשיעור של 3.4% ברבעון השני ועליה בשיעור של 3.1% ברבעון הראשון. נתוני התעסוקה בחודשים יולי – אוגוסט 2012 מציגים גידול של 1.5% במספר המועסקים (בניכוי עונתיות) לעומת נתוני הרבעון השני. שיעור האבטלה בחודש אוגוסט עמד על 6.9% לעומת שיעור ממוצע של 7% ברבעון השני. בנק ישראל צופה כי בשנת 2013 יעלה שיעור הגרעון על 4% מהתקציב².

תחזית הצמיחה האחרונה של חטיבת המחקר בבנק ישראל, שהוכנה בחודש אוקטובר 2012, מצביעה על קצב צמיחה צפוי בשיעור של 3.3% בשנת 2012 ו-3% בשנת 2013 (שיעור הנמוך מהשיעורים שהונחו בתחזית הקודמת). עם זאת, מציין בנק ישראל בהודעתו אודות שיעור הריבית במשך לחודש נובמבר 2012, שפורסמה ביום 12.11.2012, כי האינדיקטורים שנוספו במשך החודש תומכים בהערכת צמיחה ממותנת בשיעור של 3%.

² בנק ישראל, הודעה לעיתונות על שיעור רבית בנק ישראל לחודש נובמבר 2012.

- 5.2 בנק ישראל הוריד את הריבית לחודש נובמבר לרמה של 2.00% (ירידה של 0.25%), זאת בהתבסס על השיקולים הבאים:
- * ההתמתנות בקצב הצמיחה וההערכה כי בחודשים הראשונים של שנת 2013, עד לאישור תקציב מדינה חדש, צפויה הפעילות במשק להיות מושפעת מהריסון הפיסקאלי הנובע ממגבלת ההוצאה החודשית.
 - * התפתחות המחירים בפועל מצביעה על התמתנות סביבת האינפלציה בששת החודשים האחרונים תוך המשך התמתנות עליית סעיף הדיוור במדד (המתבסס על שכר הדירה).
 - * קרן המטבע הבינלאומית הנמיכה את תחזית הצמיחה העולמית לשנים 2012 ו-2013, ומספר בנקים מרכזיים הורידו החודש את הריבית.
 - * העליות במחירי הדירות בחודשים האחרונים (2.9% בששת החודשים האחרונים) והמשך הגידול באשראי לדיוור מעלים את החשש מפני המשך עליית מחירי הדירות.
- 5.3 בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2012 עלה מדד ת"א 100 בשיעור של 6.46%. בתקופה שבין 1.1.12 ל-18.11.12 עלה מדד זה בשיעור של 7.97%. מדד מניות הבנקים עלה בתשעת החודשים הראשונים של השנה בשיעור של 2.07% ובתקופה 1.1.12 – 18.11.12 בשיעור של 17.24%.
- מניית הבנק הבינלאומי עלתה בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2012 בשיעור של 32.4% ובתקופה 1.1.12 – 18.11.12 בשיעור של 33.9%.
- 5.4 מנתונים שפורסמו על ידי בנק ישראל בחודש נובמבר, 2012, עולה כי במהלך הרבעון השלישי של שנת 2012 שווי תיק הנכסים הפיננסיים של הציבור עלה, במונחים ריאליים, בשיעור של כ- 2.3%. שווי תיק האג"ח והמניות בארץ עלה בכ- 53 מיליארד ש"ח, בעיקר כתוצאה מעליית מחירי המניות בבורסה לני"ע בת"א וכתוצאה מהנפקות אג"ח. שווי תיק הנכסים של הציבור בחו"ל עלה בכ- 14 מיליארד ש"ח, בעיקר ברכיב המניות הזרות כתוצאה משילוב של התגברות זרם ההשקעות של תושבי ישראל ועליית מחירי המניות בבורסות בחו"ל.
- 5.5 ביום 28 במארס 2012, שלח המפקח על הבנקים לכל התאגידים הבנקאיים הנחיה בדבר יחס הון ליבה מינימלי גבוה יותר מהנדרש עד כה. בהתאם להנחיה זו, כל התאגידים הבנקאיים וחברות כרטיסי האשראי נדרשים לעמוד ביחס הון ליבה מינימלי של 9% עד ליום 1.1.2015 (במקום יחס של 7.5% הקיים כיום), בנוסף, נקבע כי תאגיד בנקאי, אשר סך נכסיו על בסיס מאוחד מהווה לפחות 20% מסך נכסי המערכת הבנקאית, ידרש להגדיל את יחס הון ליבה המזערי בנקודת אחוז אחת ולעמוד ביחס של 10% עד ליום 1.1.2017.

ככל העולה מדוח הדירקטוריון של הבנק ליום 30 ביוני 2012, יחס הלימות ההון של הבנק הבינלאומי ביחס לדרישות החדשות הינו 9.0% והוא הגבוה ביותר במערכת הבנקאית.

לפיכך, לא שיניתי את ההנחה שנכללה בחוות הדעת הקודמת, לפיה הבנק צפוי לעמוד ביחס הלימות ההון הנדרש ממנו.

5.6 נגיד בנק ישראל, שר האוצר וראש הממשלה מינו צוות מקצועי לבחינת הגברת התחרותיות בענף הבנקאות בראשות המפקח על הבנקים (להלן: "ועדת זקן"). בתאריך 15.7.2012 פרסמה ועדת זקן דוח ביניים הכולל את עיקר המלצות הוועדה להגברת התחרותיות ולשיפור כוחם של משקי הבית והעסקים הקטנים להגדלת אפשרויות הבחירה של שירותים ומוצרים בנקאיים ולהוזלת השירות ושיפורו. כצעד משלים להוצאת דוח הביניים פרסם, ביום 21 באוגוסט 2012, המפקח על הבנקים טיוטא לתיקון כללי הבנקאות (שירות ללקוח) (עמלות) התשס"ח – 2008, אשר מביאה לידי ביטוי את עיקרי המלצות הדוח בתחום העמלות.

5.7 ככל העולה ממידע שפורסם בעיתונות הכלכלית (ראו למשל התייחסות מפורטת בעיתון "גלובס" מיום 7.11.2012) הפיץ המפקח על הבנקים טיוטת הוראת שעה חדשה בנושא "הפרשה קבוצתית להפסדי אשראי" שנועדה להחליף את הוראת השעה הקיימת, אשר פורסמה בחודש פברואר 2010 ואשר תוקפה לשנים 2011-2012.

בהתאם למידע שפורסם הוראת השעה החדשה תחול על הדוחות הכספיים ליום 31 בדצמבר 2012 ואילך. עם זאת תוכן ההוראה חסוי בשלב זה, ולא ניתנה לי אפשרות לעיין בה ולעמוד על השלכותיה.

ככל שנמסר לי, מכיוון שמדובר בשלב מקדמי בלבד, הבנק אינו יכול להעריך, בשלב זה, את השפעתה.

5.8 להערכתי, ועל סמך ביצועי הבנק בעבר, בטווח הארוך תתייצב רווחיות הבנק הבינלאומי סביב הפרמטרים הבאים:

- א. מרווח פיננסי של 1.25% (כמו בחוות הדעת הקודמת);
- ב. שיעור הפרשה לחובות מסופקים של 0.4% מתיק האשראי לציבור (כמו בחוות הדעת הקודמת);
- ג. יחס כיסוי (הכנסות תפעוליות / הוצאות תפעוליות) של 0.552 (יחס הגבוה מזה שהונח בחוות הדעת הקודמת וראו בסעיף 8.7.4 בהמשך).

6. שיטת הערכת השווי

נתתי דעתי לכך שלפי דרישות רגולטוריות, יהיה על בנק דיסקונט למכור את החזקותיו בבנק בהתאם למתווה הבא: על בנק דיסקונט לרדת בשיעור החזקותיו בבנק לשיעור שיפחת מ-10% מהון המניות המונפק של הבנק הבינלאומי עד ליום 31 בדצמבר 2015 או

עד לתום 5 שנים ממועד איחוד הון המניות של הבנק הבינלאומי, לפי המוקדם, ובנוסף לרדת בשיעור החזקותיו בבנק הבינלאומי לשיעור החזקה שיפחת מ-5% מהון המניות המונפק של הבנק הבינלאומי, עד ליום 31 בדצמבר 2017 או עד לתום 7 שנים ממועד השלמת איחוד הון המניות של הבנק הבינלאומי, לפי המוקדם. לחילופין, על בנק דיסקונט לרדת בשיעור החזקותיו בבנק הבינלאומי לשיעור שיפחת מ-5% מהון המניות המונפק של הבנק הבינלאומי, עד ליום 31 בדצמבר 2016 או עד לתום 6 שנים ממועד השלמת איחוד הון המניות של הבנק הבינלאומי, לפי המוקדם. כמו-כן, החל מיום 31 בדצמבר 2013, תפקע זכותו של בנק דיסקונט להמליץ על 2 דירקטורים מטעמו בדירקטוריון הבנק ובכך הוא יאבד את השפעתו המהותית בבנק.

עם זאת, אני סבור שבנק דיסקונט יצליח למצוא קונה או קונים אשר ירכשו את חבילת המניות לפי שוויה הכלכלי ויראו לנגד עיניהם שיקולים כלכליים ארוכי טווח.

ככל שנמסר לי, היה ומכירה כזו לא תתאפשר עד למועד שנדרש ע"י הרגולטורים, בנק דיסקונט יפנה לרגולטורים להארכת המועדים המחייבים למכירה.

יושם אל לב כי בהערכה זו לא ניתן כל ביטוי לפרמיית שליטה או השפעה מהותית, וכן לא ניתן ביטוי ליתרונות סינרגטיים כלשהם.

לפיכך, הערכת השווי בוצעה בשיטת היוון זרמי המזומנים (DCF METHOD), וכללה את השלבים הבאים:

6.1 קביעת הרווח הבסיסי של הבנק הבינלאומי, המבטא את רכיבי ההכנסות וההוצאות בעלי אופי פרמננטי ואשר נגזרים מהיקף הפעילות הנוכחי;

6.2 בניית תחזית זרמי המזומנים למחצית השנייה של שנת 2012 ולשלוש השנים המתחילות בשנת 2013, בהסתמך על הנחות יסוד לגבי התפתחות רכיבי ההכנסות וההוצאות של הבנק הבינלאומי;

6.3 חישוב ערך הבנק בתום תקופת התחזית (Residual Value), על פי מודל גורדון;

6.4 היוון תזרים המזומנים המתקבל במחיר ההון המתאים;

הערכת השווי נעשתה על בסיס הדוחות המאוחדים של הבנק הבינלאומי ליום 30 ביוני 2012, קיבלתי מספר אינדיקציות מהבנק לגבי חלק מהפרמטרים שבבסיס הערכת השווי ונתתי להן ביטוי בהערכת השווי. כאשר, כאמור לעיל, המודל בו השתמשתי הוא המודל ששימש אותי בהכנת הערכות השווי הקודמות.

הערכה כלכלית אמורה לשקף בצורה סבירה והוגנת מצב נתון בזמן מסוים, על בסיס נתונים ידועים ותוך התייחסות להנחות יסוד ותחזיות שנאמדו על בסיס מידע זה.

בהערכת שווי זו התייחסתי גם למידע צופה פני עתיד הנכלל בדוח הדירקטוריון של הבנק. מידע צופה פני עתיד הנו מידע בלתי ודאי לגבי העתיד, מבוסס על מידע הקיים בבנק, לתאריך הדוח, וכולל הערכות של הבנק או כוונותיו נכון לתאריך הדוח. אם

הערכות אלה של ההנהלה לא תתממשנה, התוצאות בפועל עשויות להיות שונות באופן מהותי מהתוצאות המוערכות או המשתמעות ממידע זה.

בנוסף, הערכת השווי, כשלעצמה, מכילה מידע צופה פני עתיד, המשקף את הערכתי לגבי פרמטרים שונים (ובהם: שיעורי הגידול בהיקף הנכסים המניבים, שיעורי הגידול בהכנסות התפעוליות והאחרות, שיעורי הגידול בהוצאות השכר ובהוצאות התפעוליות האחרות ושיעור המרווח הפיננסי), ובהתבסס על המידע שהיה בפני (מידע גלוי). אם הערכות אלה לא תתממשנה, התוצאות בפועל עשויות להיות שונות באופן מהותי מהתוצאות שהערכתי.

7. עדכון הערכת השווי

בחנתי את ההנחות בהן השתמשתי בחוות הדעת הקודמת, ועדכנתי אותן בהתאם לאמור בסעיף 5 לעיל. נתתי דעתי גם לשינויים צפויים בתמלוגים אותם משלמת חברת כרטיסי אשראי לישראל בע"מ (להלן: "כ.א.ל") לבנק הבינלאומי ולבנק דיסקונט, ולשינויים במבנה ההון של כ.א.ל (וראו בסעיף 8.11 בהמשך).

התוצאות שקיבלתי, נמצאות בתוואי הערכת השווי הקודמת, אם כי גבוהות ממנה במעט. התזרים המייצג משנת 2015 ואילך גבוה מהתזרים המייצג שהונח בחוות הדעת הקודמת (וראו בלוח 4 בהמשך). הערכה כלכלית אמורה לשקף בצורה סבירה והוגנת מצב נתון בזמן מסוים, על בסיס נתונים ידועים ותוך התייחסות להנחות יסוד ותחזיות שנאמדו על בסיס מידע זה.

8. בחינת ההנחות ששימשו בבסיס הערכת השווי

בעקבות פרסום הדוחות הכספיים של הבנק הבינלאומי ליום ולתקופה של שישה חודשים שנסתיימו ביום 30 ביוני 2012, ביום 28 באוגוסט 2012, בחנתי את ההנחות אשר שימשו כבסיס לביצוע הערכת השווי, כמפורט להלן:

8.1 היקף הנכסים המניבים

היתרה הממוצעת של הנכסים הכספיים שהניבו הכנסות מימון במחצית הראשונה של שנת 2012 הייתה גבוהה בשיעור של 4.99% מהיתרה הממוצעת שלהם בשנת 2011 (וגבוהה בשיעור של 3.8% מיתרתם בתקופה המקבילה בשנת 2011). סך היקף הנכסים הכספיים המניבים (יתרה ממוצעת - כולל השפעת נגזרים) ירד בשיעור כולל של כ-0.5% ביחס ליתרה הממוצעת בשנת 2011. עם זאת, ברבעון השני של שנת 2012 חלה עליה בשיעור של 3% ביתרת הנכסים הכספיים שהניבו הכנסות מימון (ללא נגזרים) ועליה בשיעור של 3.6% בסך היקף הנכסים הכספיים ביחס לרבעון הראשון של השנה. על פי אינדיקציות שקיבלתי, היקף הנכסים המניבים המשיך לגדול גם ברבעון השלישי של השנה (כולל השפעת הנגזרים).

יש לתת את הדעת לכך כי כבר כיום יחס הלימות ההון של הבנק הינו היחס הנדרש ע"י המפקח לסוף שנת 2015 (כ-9%), לכן, הבנק יכול להגדיל את

היקף הנכסים המניבים שלו בשיעור גבוה יותר משיעור הגידול הצפוי במערכת כולה.

ככל שנמסר לי, בכוונת הבנק להגדיל את היקף הנכסים המניבים שלו בהתאם לשיעור הצמיחה הצפוי במשק, כל זאת תחת שמירה על איכות האשראי. בנסיבות אלו, וכפי שהצבתי בחוות הדעת הקודמת, הנחתי כי עד לסוף שנת 2012 תגדל היתרה הממוצעת של הנכסים הכספיים המניבים (כולל נגזרים) לסכום של כ-162 מל"ח. החל משנת 2013, הנחתי שיעור גידול שנתי ביתרה הממוצעת של כ-3% מדי שנה (בשים לב לתחזית הצמיחה במשק).

יושם אל לב כי הן בחוות דעת זו והן בחוות הדעת הקודמת צפיתי שהיתרה הממוצעת של הנכסים המניבים (כולל נגזרים) לסוף שנת 2015 תהיה כ-177.3 מיליארד ש"ח.

8.2 שיעור המרווחים הפיננסיים

יש לתת את הדעת לתנודתיות בשיעורי המרווחים הפיננסיים במערכת הבנקאית בשנים האחרונות. כמפורט בלוח 1 להלן³ ניתן לראות כי בשנת 2006 הגיע המרווח הממוצע (כולל נגזרים) בחמשת הקבוצות הבנקאיות הגדולות לשיעור של 1.5%, הוא ירד, באופן עקבי, בכל אחת מהשנים 2007 – 2009 עד לכדי 1.05%, עלה בשנת 2010 לשיעור של 1.2% וירד בשנת 2011 לשיעור של 1.00%.

לוח 1 – שיעור המרווח הפיננסי הממוצע בחמש הקבוצות הבנקאיות הגדולות (כולל השפעת נגזרים) בשנים 2006 - 2011

השנה	שיעור המרווח הפיננסי
2006	1.50%
2007	1.43%
2008	1.34%
2009	1.05%
2010	1.20%
2011	1.00%

שיעור המרווח בבנק (כולל נגזרים ובנטרול השפעת התאמות לשווי הוגן של מכשירים פיננסיים נגזרים) והשפעת חיסוי מס בגין חברות בנות בחו"ל) בשנת 2011 עמד על 1.15% ובמחצית הראשונה של שנת 2012 על 1.21%⁴.

בנסיבות אלה, לא מצאתי לנכון לעדכן את שיעור המרווח הצפוי לששת החודשים יולי – דצמבר 2012 כפי שהונח בחוות הדעת הקודמת - 1.2%. שיעור

³ מקור: הסקירה השנתית של מערכת הבנקאות לשנת 2011, בנק ישראל.
⁴ ללא נטרול השפעת התאמות לשווי הוגן של מכשירים פיננסיים נגזרים והשפעת חיסוי מס בגין חברות בת בחו"ל, עמד פער הריבית במחצית הראשונה של שנת 2012 על שיעור של 1.24%.

המרווח שהונח לשנים הבאות (2013 ואילך) לא שונה אף הוא ביחס לחוות הדעת הקודמת.

8.3 הכנסות מימון אחרות

בנוסף להכנסות ממרווח פיננסי ומתשואה נחשבת על ההון הפעיל, נהנה הבנק גם מהכנסות מעמלות מעסקי מימון והכנסות מימון אחרות לרבות רווחים והפסדים ממכירת השקעות באגרות חוב והתאמות לשווי הוגן של אגרות חוב למסחר. הכנסות אלה כוללות גם את מרכיב ההכנסות מהשקעות ההון הפעיל של הבנק. בשל מיון חשבונאי, כולל סעיף זה גם הכנסות מעמלות מפעולות לקוחות הבנק בשוק המעו"ף.

במחצית הראשונה של שנת 2012 הסתכמו הכנסות אלה בסכום כולל של 126 מל"ח (143 מל"ח עמלות מעסקי מימון ואחרות והפסד של 17 מל"ח בגין אופציות. למיטב הבנתי, המדובר הוא בהפסד בעל אופי חד-פעמי).

הנחתי בדומה להנחה בחוות הדעת הקודמת, כי הכנסות אלו תיוותרנה ברמתן הנוכחית (כ-75 מל"ח לרבעון) בכל תקופת התחזית.

8.4 הכנסות תפעוליות ואחרות

סך ההכנסות התפעוליות והאחרות של הבנק במחצית הראשונה של שנת 2012 היה כ-758 מיליון ש"ח (לעומת סכום של 797 מל"ח בתקופה המקבילה אשתקד). דירקטוריון הבנק מציין כי הירידה בהכנסות אלה נובעת הן מההאטה בפעילות בשוק ההון והן מהפחתת עמלות ניהול חשבון. כמו-כן, צפויה, להערכתי, שחיקה נוספת בהכנסות אלה עם היישום הצפוי של המלצות "ועדת זקן".

מאינדיקציות שקיבלתי, אני מעריך כי סך הכנסות אלה יסתכם במחצית השנייה של שנת 2012 בכ-760 מיליון ש"ח. בדומה לחוות הדעת הקודמת, הנחתי כי בשנת 2013 סך הכנסות אלה יסתכמו בכ-1,467 מל"ח. לא שיניתי את תחזית הגידול בהכנסות אלה כפי שנכללו בחוות הדעת הקודמת בשנים 2014 – 2015 ל-2% בשנת 2014 ול-3% בשנת 2015. זאת, מתוך הנחה שעד שנת 2015 תחול התאוששות בהיקף הפעילות בשוק ההון. לא למותר לציין כי, בדומה לחוות הדעת הקודמת, הנחתי שיעורי גידול זהים בהוצאות התפעוליות האחרות (וראו בסעיף 8.7.4 בהמשך).

בעקבות השינויים המבניים בכ.א.ל (וראו בסעיף 8.11 בהמשך), הנחתי כי החל מהמחצית השנייה של שנת 2012 יגדלו ההכנסות התפעוליות בסכום שנתי של כ-16 מל"ח (וזאת למפרע מתחילת שנת 2012).

8.5 הוצאות בגין הפסדי אשראי

החל משנת 2011, ובהתאם להוראה החדשה של המפקח על הבנקים בנושא מדידה וגילוי של חובות פגומים, סיכון אשראי והפרשה להפסדי אשראי ותיקון

הוראות בנושא טיפול בחובות בעייתיים, שינה הבנק את אופן חישוב ההפרשה בגין הפסדי אשראי.

שיעור ההוצאות בגין הפסדי אשראי מסך האשראי לציבור עמד במחצית הראשונה של שנת 2012 על 0.16% בהשוואה לשיעור של 0% בתקופה המקבילה אשתקד ולשיעור של 0.14% בשנת 2011.

אם ננטרל מהחישוב את הקיטון בהפרשה הספציפית עקב גביית חובות, נמצא כי שיעור ההפרשה (ללא Recovery) במחצית הראשונה של שנת 2012 הנו 0.42%. קיבלתי אינדיקציה לפיה ברבעון השלישי של השנה שיעור ההפרשה יהיה נמוך יותר מאשר בשני הרבעונים הקודמים של השנה.

מטעמי זהירות, לא שיניתי את ההנחה שנכללה בחוות הדעת הקודמת כי שיעור ההפרשה הפרמננטי השנתי יעמוד על שיעור של 0.4% מהאשראי לציבור לאורך כל תקופת התחזית. מטעמי זהירות, כללתי הפרשה נוספת בגובה של 0.05% לשנה מהאשראי לציבור בגין שנת 2012.

ככל שנמסר לי ע"י הבנק, מדיניות האשראי שלו הינה מדיניות שמרנית, והוא נוקט במשנה זהירות במתן אשראי הניתן לעסקאות לרכישת אמצעי שליטה בהן שיעור המינוף גבוה מהמקובל בבנק בתחום זה.

יש לתת את הדעת כי בהשוואה למדדי הריכוזיות שפורסמו ע"י בנק ישראל, נתוני הבנק הינם טובים יותר מממוצע המערכת.

נתתי דעתי גם לפרסום בכלי התקשורת בדבר טיטת הוראת שעה חדשה בנושא "הפרשה קבוצתית להפסדי אשראי" שהופצה על ידי המפקח על הבנקים (וראו בסעיף 5.7 לעיל). עם זאת, ככל שנמסר לי על ידי הבנק להוראה אין משמעות תזרימית ישירה, והיא לא תפגע, באופן מהותי, ביחסי הלימות ההון של הבנק.

הוצאות שכר

8.6

במחצית הראשונה של שנת 2012 הסתכמו הוצאות השכר ב- 826 מלש"ח (בהשוואה ל- 847 מלש"ח בתקופה המקבילה אשתקד ו-1,630 מלש"ח בשנת 2011 כולה). בדוח הדירקטוריון של הבנק מצוין כי עיקר הירידה בהוצאות השכר במחצית הראשונה של שנת 2012 לעומת המחצית הראשונה של שנת 2011 מוסבר מרווחי היעודה לפיצויים ומעדכון חד פעמי של הפרשה למענקי יובל שנעשה בתקופה המקבילה אשתקד, בגין שינויים בהנחות אקטואריות אשר שימשו לחישוב ההפרשה.

בשל העלאת שיעור מס ערך מוסף מ-16% ל-17% החל מיום 1 בספטמבר 2012 עלה שיעור מס השכר מ-16% ל-17%.

בנוסף לכך, בחודש אוגוסט 2012 אישרה הכנסת את החוק לצמצום הגרעון ושינוי נטל המס. בחוק נקבע בין היתר, כי דמי ביטוח לאומי שמשלם מעסיק

בגין שכר העולה על 60% מהשכר הממוצע במשק (ועד לתקרה) שהוא כיום 5.9% יועלה כדלקמן: בשנת 2013 – 6.5%; בשנת 2014 – 7%; בשנת 2015 – 7.5%.

הנחתי כי החל מיום 1 בספטמבר 2012, תחול עליה של 1% בעלות השכר (כתוצאה מהעלאת שיעור מס השכר). כמו-כן, הנחתי גידול ריאלי בעלות השכר בכל אחת מהשנים 2013 – 2015 בשיעור שנתי של 3.3%. שיעורי גידול ריאליים אלו מבטאים את ההשפעה של העלייה בדמי ביטוח הלאומי בניכוי ההשפעה המקזזת של הקיטון הצפוי במצבת העובדים של הבנק (הנחות אלה זהות להנחות שהוצבו בחוות הדעת הקודמת).

הוצאות תפעוליות אחרות

8.7

8.7.1 ההוצאות התפעוליות האחרות כוללות שלושה מרכיבים: החזקה ופחת של בניינים וציוד, הפחתות של נכסים בלתי מוחשיים ומוניטין, והוצאות אחרות.

8.7.2 כיוון שההפחתות של נכסים בלתי מוחשיים אחרים הינן הוצאות שאינן מהוות זרימת מזומנים, לא נתתי להם ביטוי בתחזית תזרימי המזומנים העתידיים.

8.7.3 הוצאות אחזקה ופחת של בניינים וציוד הסתכמו במחצית הראשונה של שנת 2012 בכ- 220 מיליון ש"ח (ו- 451 מלש"ח בשנת 2011). כמו בחוות הדעת הקודמת, הנחתי כי המדובר בהוצאה קבועה, אשר לא תשתנה (במונחים ריאליים) לאורך תקופת התחזית.

כמו-כן, הנחתי כי הבנק יחזור וישקיע את סכומי הפחת השנתי בחידוש הציוד והמבנים, באופן שההוצאות ההוניות התזרימיות (Capital Expenditures) תהינה בגובה הוצאות הפחת שתירשמה בדוחות הכספיים של הבנק.

8.7.4 ההוצאות התפעוליות האחרות הסתכמו במחצית הראשונה של שנת 2012 בכ- 266 מלש"ח (לעומת הוצאות בסכום של כ- 287 מלש"ח בתקופה המקבילה אשתקד וכ- 576 מלש"ח בשנת 2011). בדוח הדירקטוריון מוסברת הירידה בסכום הוצאות אלו כתוצאה מירידה בהוצאות עמלות על רקע הפעילות בשוק ההון ומצמצום בהוצאות שונות.

מאינדיקציות שקיבלתי עולה כי מגמת הירידה בהוצאות אלו נמשכה גם ברבעון השלישי של השנה. לפיכך, הנחתי כי במחצית השנייה של שנת 2012 יקטנו הוצאות אלו בשיעור של 1% לעומת המחצית הראשונה של השנה.

לא שיניתי את ההנחה שנכללה בחוות הדעת הקודמת (באופן עקבי להנחת הגידול בהכנסות התפעוליות וראו בסעיף 8.4 לעיל) לפיה בשנים הבאות יהיו שיעורי הגידול בהוצאות אלו כמפורט להלן: 2013 – ללא גידול; 2014 – 2%; 2015 – 3%.

התחזית שערכתי מניחה כי יחס הכיסוי בשנת 2015 יגיע לכדי 55.2% (שיעור הגבוה מזה שהונח בחוות הדעת הקודמת – 54.4% וזאת עקב הגידול הצפוי בתמלוגים מכ.א.ל). בשנת 2011 עמד יחס הכיסוי (ללא ההוצאות בגין הפחתות של נכסים בלתי מוחשיים) על שיעור של 51.68%. בנטרול הפרשה חד פעמית בשנת 2011 לירידת ערך מניות בסכום של כ- 95 מלש"ח נמצא שיחס הכיסוי ה"מתוקנן" בשנת 2011 היה כ- 55.3%. במחצית הראשונה של שנת 2012 יחס הכיסוי עמד על 57.8%.

8.8 מיסים על ההכנסה

8.8.1 ביום 5 בדצמבר 2011, אישרה הכנסת את החוק לתיקון נטל המס (תיקוני חקיקה), התשע"ב – 2011. בהתאם לחוק, תבוטל הפחתת המס אשר נקבעה בחקיקה קודמת, ושיעור מס החברות החל משנת 2012 ואילך יעמוד על 25%.

8.8.2 הבנק הינו מוסד כספי וככזה חייב גם במס רווח, כך ששיעור המס הכולל שיחול עליו בשנת 2012 יהיה כ- 35.53%.

8.8.3 שיעור המס הכולל שיחול על הבנק משנת 2013 ואילך יהיה 35.89%.

8.8.4 בשנת 2011, שיעורי המס האפקטיביים בדוחות הכספיים היו נמוכים משיעור המס החוקי וזאת עקב השינויים ביתרות המיסים הנדחים כתוצאה מהשינויים בשיעורי המס. במחצית הראשונה של שנת 2012 שיעור המס האפקטיבי היה 35.23% (לעומת שיעור מס אפקטיבי של 41.8% בתקופה המקבילה אשתקד).

8.8.5 שיעור הוצאות המיסים השוטפים בשנים 2009 – 2011 היה גבוה, באופן משמעותי, משיעורי המס הסטטוטוריים. לפיכך, הצבתי בחוות הדעת הקודמת שיעור מס המשקף את שיעור המס החוקי בתקופת התחזית, כפי שהוא ידוע כיום, בתוספת 4%.

8.8.6 יושם אל לב, כי שיעור המס האפקטיבי תלוי גם בגובה רווחי הבנק וזאת כיוון שקיימת תשתית של הוצאות קבועות שאינן מותרות בניכוי. לפיכך, ככל שגובה הרווח נמוך יותר כך שיעור המס האפקטיבי צפוי להיות גבוה יותר, ולהפך.

8.9 שיעור צמיחה קבועה לאינסוף

בדומה לחוות הדעת הקודמת הנחתי שיעור צמיחה קבועה לאינסוף של 1.25%.

8.10.1 בתקופה הנוכחית אנו עדים לעליה ברמת אי הוודאות האופפת את המשק הישראלי כולו ואת מערכת הבנקאות בפרט. אי הוודאות נובעת משילוב של גורמים אקסוגניים למשק הישראלי (משבר החובות באירופה ושיעורי הצמיחה הנמוכים בהודו וסין) ושל גורמים מקומיים (סימני ההאטה במשק, הגירעון בתקציב, העלייה בשיעור האבטלה וקשיים איתם מתמודדות חלק מחברות ההחזקה הגדולות במשק). לסיכונים אלה, יש להוסיף את הסיכונים הגאו-פוליטיים וסיכוני רגולציה ספציפיים למערכת הבנקאית בישראל (ובכללם דוח וועדת זקן, פרסום טיוטת הנחיות בגין הפרשה קבוצתית לחובות פגומים וגידול במודעות הצרכנית לעמלות הנגבות ע"י המערכת הבנקאית), אשר לא ניתן לכמת את מלוא השפעתם. **סיכונים אלו מאיימים על יכולת המערכת הבנקאית להגדיל או אף לשמר את שיעורי הרווחיות ביחס להון העצמי.**

8.10.2 לפיכך לא מצאתי לנכון לשנות את מחיר ההון שהוצב בחוות הדעת הקודמת ואשר נע בטווח של 10.5% - 11.5%.

8.10.3 ניתוח מקדם הסיכון השיטתי של מניות הבנק מצביע על ביתא של קרוב לאחד (1.04) בתקופה ספטמבר 2011 – ספטמבר 2012 ו-0.92 בתקופה ספטמבר 2010 – ספטמבר 2012⁵).

שיעור התשואה על נכסים חסרי סיכון (הנגזר משיעור התשואה על אג"ח ממשלתיות צמודות לטווח של 10 שנים) הנו כ-2% (נכון לחודש ספטמבר 2012)⁶. פרמיית הסיכון המקובלת בשוק ההון בישראל הנה 7.28%⁷. נתונים אלה גוזרים לבנק, לפי נוסחת CAPM, מחיר הון של 9.3% ($7.28\% + 1 \times 2.0\%$). עם זאת, יש לנקוט משנה זהירות בהיצמדות טכנית למודל השוק ולנוסחת CAPM לצורך קביעת שיעור ההיוון. זאת מאחר וקיימים גורמי סיכון נוספים שלא ניתן להם ביטוי בנוסחת ה-CAPM ובמיוחד בתקופות משבר.

מחיר ההון שהוצב בחוות דעת זו משקף פרמיית סיכון נוספת בטווח של 1.2% - 2.2%.

8.10.4 ביצעתי ניתוחי רגישות להערכת השווי בטווח שבין 9.5% - 12.5%.

⁵ המקור – נתוני מאגר פרדיקטה.

⁶ המקור – אתר בנק ישראל.

⁷ לפי Damodarn פרמיית הסיכון הכוללת בישראל כפי שעודכנה בחודש ינואר 2012 הינה כ-7.28%.

הבנק הבינלאומי מחזיק ב-28.2% בהון וב-21.0% בזכויות ההצבעה של חברת כרטיסי אשראי לישראל בע"מ. השווי המאזני של ההשקעה ליום 30 ביוני 2012, הנו כ-402 מיליוני ש"ח (מזה 79 מיליוני ש"ח מוניטין).

במחצית הראשונה של שנת 2012 חילקה כ.א.ל דיבידנדים בסכום כולל של 80 מיליון ש"ח וחלק הבנק בדיבידנדים אלה הסתכם בכ-22 מיליוני ש"ח (ברבעון השלישי חולק דיבידנד נוסף בסכום כולל של 40 מל"ש"ח).

כמפורט בחוות הדעת הקודמת, בחודש מארס 2012 ערכתי, לבקשת הבנק הבינלאומי ובנק דיסקונט, הערכת שווי לחברת כ.א.ל בה אמדתי את שווייה ליום 31 בדצמבר 2011 בטווח שבין 1,721 מיליון ש"ח, ל-1,919 מיליון ש"ח ובממוצע בכ-1,814 מיליון ש"ח.

בדוח הדירקטוריון של הבנק נמסר כי דירקטוריון הבנק הנחה את הנהלת הבנק לבחון את כדאיות המשך ההחזקה במניות כ.א.ל, תוך בחינת האפשרות למכירת מלוא מניות כ.א.ל המוחזקות על ידי הבנק. הנהלת הבנק שכרה את שירותיו של בנק השקעות לשם איתור רוכש למניותיו של הבנק בכ.א.ל.

תוצאות הדוחות הכספיים של כ.א.ל לתקופת הביניים של ששת החודשים הראשונים של שנת 2012 (בגילום שנתי) הינם בתוואי הערכת השווי שנערכה לחברה ליום 31.12.2011. עם זאת, יש לנקוט משנה זהירות מהסקת מסקנות מנתוני הפעילות של תקופת ביניים בת ששה חודשים לתקופת התחזית כולה, מה גם, שכפי שלמדתי בעבר, ישנן הכנסות והוצאות בעלות אופי חד פעמי בכל רבעון, שגורמות לתנודות חריפות ברווחים החשבונאיים המדווחים.

ככל שנמסר לי ע"י הנהלת כ.א.ל בחודשים האחרונים מנהלים הבנק הבינלאומי וכ.א.ל מזה ובנק דיסקונט וכ.א.ל מזה, משא ומתן בדבר תנאי הסכם ההנפקה ביניהם, בהתאמה. עקרונות ההסכם טרם אושרו על ידי האורגנים המוסמכים של הצדדים. עם זאת, על בסיס דיונים שקוימו עד כה, מסתמן כי יחול גידול מהותי בשיעור התמלוגים המשולם לבנק הבינלאומי ולבנק דיסקונט, בהתאמה (אומדן ראשוני מצביע על גידול של כ-73 מל"ש"ח לשנה בהוצאות התמלוגים כאשר חלקו של הבנק הוא כ-22%), וסביר כי, השינויים בתנאים ייושמו בתוקף למפרע מתחילת שנת 2012.

ביום 23 בספטמבר 2012, הנחה דירקטוריון כ.א.ל את הנהלתו לבחון תכנית לשינוי מבנה ההון של החברה, במסגרתה יחולק דיבידנד בהיקפים משמעותיים במקביל לגיוס הון משני חלקי הון ראשוני, וזאת בכפוף לעמידה ביעדי ההון המינימליים שקבע דירקטוריון כ.א.ל, ומבלי לפגוע ביעדי הצמיחה של החברה. התכנית האמורה טרם גובשה וטרם אושרה על ידי האורגנים המוסמכים.

לפיכך, מצאתי לעדכן את שווי כ.א.ל באופן הבא:

מיליוני ש"ח	
1,814	שווי כ.א.ל לפי הערכה ליום 31.12.2011
(80)	דיבידנד שחולק
108	רווח במחצית הראשונה של שנת 2012
(500)	ירידת ערך עקב השינויים בתשלומי התמלוגים
1,342	שווי כ.א.ל
28.2%	חלק הבינלאומי
378	הסכום בר השבה של השקעת הבינלאומי בכ.א.ל

אני מבקש להפנות תשומת לבכם לכך שהמדובר בנתונים שאינם סופיים ואינם וודאיים. מטעמי זהירות, השתמשתי בנתונים הזמינים הטובים ביותר שניתן היה להשיג, זאת בהתבסס על פגישות שקיימתי עם מנהלים בכ.א.ל.

למיטב הבנתי, השינויים הצפויים במבנה ההון של כ.א.ל לא צפויים להשפיע על הסכום בר השבה של השקעת הבנק בה ואף להביא לחיזוק הלימות ההון של הבנק.

8.12 הפרשה מיוחדת

מטעמי זהירות מצאתי לנכון שלא לשנות את ההפרשה המיוחדת הנוספת (מעבר להפרשות שנכללו בדוחות הכספיים של הבנק ליום 30 ביוני 2012) שנכללה בחוות הדעת הקודמת בסכום כולל (נטו לאחר השפעת המס) של 100 מיליוני ש"ח. הפרשה זו באה כדי לכסות מימוש אפשרי של הפסד העלול לנבוע כתוצאה מכל אחד מהגורמים הבאים: א. הפסד אפשרי נוסף בגין ניירות-ערך זמינים למכירה; ב. ירידה בשווי יעודות הבנק לתשלום זכויות עובדים בשל המשבר בשוק ההון; ג. תביעות תלויות - במהלך העסקים השוטף הוגשו כנגד הבנק וחברות מאוחדות שלו תובענות משפטיות, ובכלל זה בקשות לאישור תובענות ייצוגיות. להערכת הנהלת הבנק, המתבססת על חוות דעת משפטיות, נכללו בדוחות הכספיים הפרשות נאותות, ככל שנדרשו, לכיסוי נזקים כתוצאה מהתובענות כאמור.

8.13 זכויות בעלי מניות חיצוניים

זכויות בעלי המניות החיצוניים מייצגות את חלקם של בעלי מניות חיצוניים בהון של חברות הבת של הבנק ובהתחייבויות הכספיות.

יושם אל לב, כי בהתאם להנחיות המפקח על הבנקים, נערך סיווג מחדש זכויות בעלי המניות החיצוניים כאשר סכום של כ- 216 מלש"ח (נכון ליום 31.12.2011) סווג מחדש מסעיף זכויות שאינן מקנות שליטה לסעיף התחייבויות אחרות. סכום זה משקף התחייבות בשל אופציית מכר שניתנה לבעלי מניות המיעוט בבנק

אוצר החייל. כפי שנמסר לי, הבנק לא עדכן את סכום ההתחייבות ליום 30.06.2012.

לפיכך, מסכום שווי הפעילות המהוון הפחתתי את יתרת זכויות בעלי המניות החיצוניים ליום 30 ביוני 2012 - 195 מיליון ש"ח ואת ההתחייבות בגין אופציית המכר בסכום של כ-216 מלש"ח - ס"ה 411 מלש"ח.

9. סיכום עדכון הערכת השווי:

בלוח 2 להלן מוצגת בדיקת הסבירות להערכת השווי הקודמת בהתאם למתואר בחוות דעת זו. מכיוון שמדובר בבדיקת הסבירות להערכת השווי שהכנתי ליום 30.06.2012, ולא בהערכת שווי חדשה, התוצאות הונו ליום 30.06.2012, ומכפיל ההון חושב ביחס להון הבנק כפי שנכלל במאזן ליום 30.06.2012. זאת באופן עקבי להערכת השווי הקודמת, שבחנה את הסכום בר ההשבה של ההשקעה בבנק נכון ליום 30.06.2012, בהתבסס על הנתונים ליום 31.03.2012.

במאמר מוסגר אציין כי לו היו עומדות לנגד עיני תוצאות הרבעון השלישי של שנת 2012, הייתי מבצע את השוואת הסכום בר ההשבה לשווי בספרים של ההון ליום 30.09.2012 ותקופת ההיוון הייתה מתקצרת בהתאם.

לאחר השלמת חוות הדעת, פרסם הבנק את דוחותיו הכספיים לתשעת החודשים הראשונים של שנת 2012 (רווח נקי של 449 מלש"ח בתשעת החודשים הראשונים של השנה ורווח נקי של 164 מלש"ח ברבעון השלישי של השנה). התוצאות ברבעון השלישי של השנה טובות יותר מאלו שהונחו בחוות הדעת ויש בהן כדי לאושש את ההנחות המרכזיות בבסיס חוות הדעת.

ביצעתי חישוב אד-הוק המשווה בין תוצאות ההערכה כשהן מהוונות ליום 30.09.12 (בנטרול תוצאות הרבעון השלישי של השנה). מצאתי כי תוצאות חישוב אד-הוק זה תומכות במסקנה אליה הגעתי בחוות הדעת.

לוח 2 – סיכום עדכון הערכת השווי (במיליוני ש"ח)

שיעור ההיוון	שווי הפעילות	שווי השקעה בכ.א.ל	זכויות שאינן מקנות שליטה	הפרשה מיוחדת	שווי ההון העצמי
9.50%	6,915	378	(411)	(100)	6,782
10.00%	6,526	378	(411)	(100)	6,393
10.50%	6,179	378	(411)	(100)	6,047
11.00%	5,868	378	(411)	(100)	5,736
11.50%	5,587	378	(411)	(100)	5,455
12.00%	5,333	378	(411)	(100)	5,200
12.50%	5,101	378	(411)	(100)	4,968

כעולה מעדכון הערכה זו, שווי הבנק הבינלאומי מצוי בטווח של 5,455 – 6,047 מיליוני ש"ח.

ההון העצמי של הבנק ליום 30 ביוני 2012 עומד על 6,137 מיליוני ש"ח. לפיכך, השווי הכלכלי הנ"ל משקף מכפיל הון בטווח שבין 88.9% לבין 98.5%.

התזרים המייצג של הבנק (לאחר מס) הצפוי משנת 2015 ואילך הינו 576 מלש"ח. סכום זה מייצג תשואה להון של כ-9.4%. תשואה זו נמוכה מהתשואה הנדרשת כיום בשוק ההון והמתבטאת בשיעורי הון של 10.5% - 11.5%.

לפיכך, מכפיל ההון של הבנק הנגזר מהערכת שווי זו נמוך מ-1.

מאחר וברבעון קודם בוצעה הפחתה בסכום של 113 מלש"ח בסכום ההשקעה של בנק דיסקונט בבנק הבינלאומי אני סבור כי השווי בספרים, לאחר ההפחתה, משקף את הסכום בר ההשבה של ההשקעה ואין צורך ברישום הפחתה נוספת.

10. **שווי ההשקעה של בנק דיסקונט בבנק הבינלאומי**

שווי ההשקעה ליום 30 ביוני 2012, מחושב על פי חלקו של בנק דיסקונט בהון של הבנק הבינלאומי, נע אפוא בטווח שבין 1,443 ל-1,559 מיליון ש"ח.

11. **ניתוח רגישות נוסף**

בדומה לחוות הדעת הקודמת, ערכתי ניתוח רגישות כדי לבחון השפעה אפשרית על התוצאה הבסיסית של שינויים בפרמטרים הבאים:

- א. שינוי של 0.02% בהנחת שיעור המרווח הפיננסי לאורך כל תקופת התחזית.
- ב. שינוי של 0.1% בהנחת שיעור ההפרשה בגין הפסדי אשראי לאורך כל תקופת התחזית.
- ג. שינוי של 1% בהנחת שיעור הגידול בהכנסות התפעוליות.
- ד. שינוי של 0.5% בהנחת שיעור הצמיחה הקבועה לאינסוף.

תוצאות הניתוח מוצגות בלוח 3 להלן:

לוח 3 – ניתוח רגישות נוסף

12.50%	12.00%	11.50%	11.00%	10.50%	10.00%	9.50%	שיעור ההיוון
4,968	5,200	5,455	5,736	6,047	6,393	6,782	התוצאה הבסיסית
							שינוי כתוצאה מ:
							קיטון של 0.02% בשיעור המרווח
(194)	(203)	(213)	(223)	(235)	(247)	(261)	הפיננסי
-3.91%	-3.91%	-3.90%	-3.88%	-3.88%	-3.87%	-3.85%	ב-%
							גידול של 0.1% בשיעור ההפרשה
(428)	(446)	(467)	(489)	(513)	(540)	(570)	בגין הפסדי אשראי
-8.62%	-8.58%	-8.56%	-8.52%	-8.48%	-8.45%	-8.41%	ב-%
							קיטון בשיעור של 1% בשיעור
(142)	(149)	(157)	(166)	(176)	(186)	(198)	ההכנסות התפעוליות
-2.86%	-2.87%	-2.88%	-2.89%	-2.91%	-2.92%	-2.92%	ב-%
							גידול בשיעור של 0.5% בשיעור
188	208	231	258	290	329	375	הצמיחה הקבועה לאינסוף
3.78%	4.00%	4.24%	4.51%	4.80%	5.14%	5.53%	ב-%
							קיטון בשיעור של 0.5% בשיעור
(173)	(190)	(211)	(235)	(263)	(294)	(333)	הצמיחה הקבועה לאינסוף
-3.49%	-3.66%	-3.87%	-4.09%	-4.34%	-4.60%	-4.91%	ב-%

12. השוואה לחוות הדעת הקודמת:

12.1 בלוח 4 להלן, השוואה בין תוצאות התזרים המייצג כפי שנכללו בחוות הדעת הקודמת לבין התוצאות הנכללות בעדכון חוות דעת זו (במיליוני ש"ח):

לוח 4 – השוואה בין התזרים המייצג שהונח בחוות הדעת הקודמת לתזרים המייצג בעדכון הנוכחי

חוות הדעת הקודמת	עדכון נוכחי	
177,340	177,340	ס"ה נכסים תפעוליים
1.25%	1.25%	שיעור המרווח הפיננסי
2,217	2,217	הכנסות ממרווח פיננסי
300	300	הכנסות מימון אחרות
1,541	1,557	הכנסות תפעוליות ואחרות
4,058	4,074	ס"ה הכנסות
299	299	הוצאות בגין הפסדי אשראי
1,843	1,821	הוצאות שכר
444	440	אחזקת מבנים ופחת
546	556	הוצאות תפעוליות אחרות
3,132	3,116	
926 (369)	958 (382)	רווח תפעולי לפני מס מסים על ההכנסה
557	576	תזרים תפעולי לאחר מס

12.2 התזרים בחוות דעת זו גבוה יותר וזאת עקב גידול בהכנסות התפעוליות הנובע מהגידול הצפוי בתשלומי התמלוגים המתקבלים מכ.א.ל (עם זאת הסכום בר ההשבה של השקעת הבנק בכ.א.ל קטן בסכום של כ-77 מיליון ש"ח כמפורט בסעיף 8.11 לעיל).

13. הסברים אפשריים לפער שבין השווי המאזני לשווי הבורסאי של הבנק הבינלאומי הראשון:

- 13.1 חבילה גדולה של מניות הבנק עומדת להיות מוצעת למכירה
בנק דיסקונט המחזיק כיום ב-26.45% ממניות הבנק, מחויב למכור בהדרגה את החזקותיו בבנק מכח ההסכם שנחתם עם פיבי אחזקות ביום 28 במארס 2010 ומכוח אישור הממונה על ההגבלים העסקיים להסכם האמור. נתון זה מביא ל"לחץ" על המניה.
- 13.2 בתקופה של מחאה חברתית, אי ודאות ביטחונית וחשש להאטה כלכלית נוספת שתפגע בביצועי הפירמות, מתעצם הסנטימנט השלילי כלפי הבנקים. חשש שסנטימנט שלילי זה יוביל לפגיעה ברווחי הבנקים.
- 13.3 המשבר הכלכלי באירופה מאיים על יציבות המערכת הבנקאית באירופה. בנקים מכובדים באירופה ובארה"ב נסחרים במכפילי הון קטנים מאוד. למרות שלמערכת הבנקאית בישראל חשיפה נמוכה יחסית לסיכונים אלו, יתכן וציבור המשקיעים חושש מהשלכות שליליות של המשבר בגוש היורו על יציבות המערכת הבנקאית בישראל.
- 13.4 עם זאת, למיטב הבנתי, אין שום מודל או ניתוח שיטתי שיש בו כדי להסביר את הפער שבין שווי השימוש לשווי השוק של ההשקעה ובין השווי המאזני לשווי השוק של הבנק.

סיכום חוות הדעת

14. אני סבור כי הסכום בר ההשבה של השקעת בנק דיסקונט בבנק הבינלאומי מצוי בטווח של בין 88.9% לבין 98.5% מסכום חלקו של בנק דיסקונט בהון העצמי של הבנק הבינלאומי. מאחר וברבעון קודם בוצעה הפחתה בסכום של 113 מל"ח מסכום ההשקעה של בנק דיסקונט בבנק הבינלאומי, אני סבור כי השווי בספרים, לאחר ההפחתה, משקף את הסכום בר ההשבה של ההשקעה ואין צורך ברישום הפחתה נוספת.
15. ידוע לי שאתם עשויים לעשות שימוש בחוות דעתי לצורך עריכת הדוחות הכספיים של בנק דיסקונט ליום 30 בספטמבר 2012. כמו כן, אני מסכים כי חוות דעתי תאוזכר בדוחות הכספיים האמורים.
16. אציין כי אין לי עניין אישי במניות בנק דיסקונט לישראל בע"מ או במניות הבנק הבינלאומי הראשון לישראל בע"מ.

17. בנוסף אציין כי ניתן לי על ידכם שיפוי מלא בגין כל נזק שיגרם לי, כתוצאה מהגשת חוות הדעת, פרט למקרה בו יקבע כי פעלתי ברשלנות חמורה או בזדון.

בברכה,
פרופ' יורם עדן, ר"ח

תאריך: 28 בנובמבר 2012.

נספח א' – פרופ' יורם עדן

להלן פרטים בדבר השכלתי וניסיוני המקצועי:

1. השכלה אקדמית:
פרופסור מן המניין, המסלול האקדמי המכללה למינהל.
תואר שלישי (דוקטור) – אוניברסיטת תל-אביב, תחום התמחות חשבונאות ומימון.
מוסמך למנהל עסקים (מ.ב.ע) (בהצטיינות) – אוניברסיטת תל-אביב.
בוגר החוג לחשבונאות- אוניברסיטת תל-אביב.
בוגר החוג לכלכלה – האוניברסיטה העברית בירושלים.
2. הכשרה ופעילות אקדמית ומקצועית:
 - 2.1 פעילות אקדמית:
סגן נשיא לעניינים אקדמיים במסלול האקדמי המכללה למינהל.
מרצה אורח ב- Baruch College, The City University Of New – York.
עורך אקדמי של ביטאון "רואה חשבון" מאז אוקטובר 1991.
בשנים 2000-2006 כיהנתי כחבר בכיר של הסגל האקדמי במועצת רואי חשבון.
אני חבר וועדת הבחינות של המועצה, ויו"ר וועדת המשנה לבחינה בחשבונאות פיננסית.
בשנים 2000 – 2004 כיהנתי כחבר ב- Education Committee של ה- IFAC -
(International Federation of Accountants).
פרסמתי 3 ספרים ומאמרים רבים בעיתונות מקצועית ובביטאונים אקדמיים בארץ ובחו"ל.
 - 2.2 הכשרה ופעילות מקצועית:
בעל רשיון לראיית חשבון מאז יולי 1978.
חבר הוועד המרכזי של לשכת רואי חשבון בישראל מאז שנת 1988.
דירקטור ויו"ר וועדת ההשקעות של אינפיניטי ניהול קופת גמל מרכזית לקצבה בע"מ.

נספח ב' – חישוב תזרימי המזומנים הצפויים

2016	7-12				
ואילך	2015	2014	2013	2012	
	177,340	172,174	167,160	162,291	ס"ה נכסים תפעוליים
	1.25%	1.22%	1.20%	1.20%	שיעור המרווח הפיננסי
	2,217	2,101	2,006	974	הכנסות ממרווח פיננסי
	300	300	300	150	הכנסות מימון אחרות
	1,557	1,512	1,483	776	הכנסות תפעוליות ואחרות
	4,074	3,913	3,789	1,900	ס"ה הכנסות
	299	290	282	256	הוצאות בגין הפסדי אשראי
	1,821	1,763	1,707	832	הוצאות שכר
	440	440	440	220	אחזקת מבנים ופחת
	556	540	529	263	הוצאות תפעוליות אחרות
	3,116	3,033	2,957	1,570	
	958	880	831	329	רווח תפעולי לפני מס
	382	351	332	130	מסים על ההכנסה
	583	576	529	200	תזרים תפעולי נקי

נספח ג' – חישוב תזרימי המזומנים המהווים

ש"ח	2016		2015	2014	2013	7-12		שיעור ההיוון
	ואילך					2012		
6,915	5,383		439	441	456	195		9.50%
6,526	5,007		433	437	454	195		10.00%
6,179	4,672		427	433	452	195		10.50%
5,868	4,373		421	429	450	195		11.00%
5,587	4,104		415	425	448	194		11.50%
5,333	3,861		410	422	446	194		12.00%
5,101	3,640		404	418	444	194		12.50%