

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 15 במארכ 2013 (להלן: "**חוות הדעת הקודמת**"), 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 תשעה חודשים שנסתיימה ביום 30 בספטמבר 2012.
 2. בנק דיסקונט מחזיק בכ-26.45% מהון המניות ומזכויות ההצבעה בבנק הבינלאומי¹. בהתאם להסכם בין פיבי אחזקות לבנק דיסקונט, מיום 28 במארכ 2010, בנק דיסקונט יהיה זכאי, עד ליום 13 במארכ 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 31 במארס 2013 היו כ- 1,656 מיליון ש"ח, זאת לאחר שביום 30 ביוני 2012, רשם בנק דיסקונט הפרשה לירידת ערך בסכום של 113 מיליון ש"ח. שווי ההשקעה בבורסה ביום 28 במארס 2013 (יום המסחר האחרון שקדם למועד הנ"ל) היה כ-1,381 מיליון ש"ח. שווי ההשקעה בבורסה ביום 27 במאי 2013 היה כ-1,422 מיליון ש"ח.

מן הראוי לציין כאן, כי בסכום שבו נכללת ההשקעה במניות הבנק הבינלאומי בדוחות הכספיים של בנק דיסקונט ליום 31 במארס 2013, 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 ולשנה שנסתיימה ביום 31 בדצמבר 2012 (להלן: "**הדוחות השנתיים**") 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 הקודמת, והאמור בה יחול אף כאן, בשינויים המתחייבים, לפי העניין בהתאמה. אם תאזכרו חוות דעת זו בדוחות הכספיים לתקופת הביניים שנסתיימה ביום 31 במארס 2013, הנכם מתבקשים לאזכר את חוות הדעת הקודמת שנכללה בדוחות הכספיים השנתיים ליום 31 בדצמבר 2012.

5. להלן תמצית עדכון חוות דעתי:

5.1 בחודש אפריל 2013, עדכנה קרן המטבע הבינלאומית את תחזית הצמיחה העולמית לשנת 2013 ל-3.3% (לעומת תחזית צמיחה של 3.5% שפורסמה בחודש ינואר 2013). כלכלני קרן המטבע צופים כי כלכלת גוש האירו תתכווץ בשיעור של 0.3% וכי צרפת תצטרף לאיטליה וספרד ותרשום מיתון כלכלי.

תחזית הצמיחה של בנק ישראל, כפי שעודכנה לאחרונה בחודש אפריל 2013, צופה שיעור צמיחה של 3.8% בשנת 2013 ושיעור צמיחה של 4% בשנת 2014, כאשר מתוך קצב צמיחה זה כ-1% צפוי להיות תוצאה של תחילת הזרמת הגז מקידוח הנפט "תמר", הזרמה שהחלה במהלך הרבעון השני של שנת 2013.

תחזית האינפלציה ל-12 החודשים הבאים שפורסמה בחודש אפריל 2013, צופה שיעור אינפלציה שנתי של 1.8%.

5.2 ביום 13 במאי 2013, הודיע בנק ישראל כי החל מיום 17.5.2013 ריבית בנק ישראל תרד ב-0.25% לרמה של 1.5% וזאת בהתבסס על השיקולים הבאים:

* התמשכות מגמת הייסוף בשקל, על רקע תחילת הפקת הגז ממאגר "תמר".

* הפחתת הריבית על ידי בנקים מרכזיים רבים ובראשם הבנק המרכזי האירופאי.

* המשך מגמת ההקלה הכמותית במשקים מובילים בעולם והעדכון כלפי מטה בתחזית הצמיחה העולמית.

ביום 27 במאי 2013, הודיע בנק ישראל על הפחתה נוספת בשיעור של 0.25% בשיעור הריבית לרמה של 1.25%.

5.3 בשלושת החודשים הראשונים של שנת 2013 עלה מדד מניות הבנקים בשיעור של 2.66%. בשנת 2012 עלה מדד מניות הבנקים בשיעור של 22.87%.

בשלושת החודשים הראשונים של שנת 2013 עלה מדד תל-אביב 100 בשיעור של 5.38%. בשנת 2012 עלה מדד תל-אביב 100 בשיעור של 7.38%.

מניית הבנק הבינלאומי ירדה בשלושת החודשים הראשונים של שנת 2013 בשיעור של 4.5% ועלתה בשנת 2012 בשיעור של 56.5%.

5.4 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, יידרש 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 31 בדצמבר 2012, יחס הלימות ההון של הבנק הבינלאומי ביחס לדרישות החדשות הינו 9.5% והוא הגבוה ביותר במערכת הבנקאית.

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

5.5 נגיד בנק ישראל, שר האוצר וראש הממשלה מינו צוות מקצועי לבחינת הגברת התחרותיות בענף הבנקאות בראשות המפקח על הבנקים (להלן: "**ועדת זקן**"). ביום 13 במאי 2013, הציג המפקח על הבנקים לוועדת הכלכלה של הכנסת את הדוח המסכם של ועדת זקן.

הועדה ממליצה לבחון ולהמליץ על אמצעים ומהלכים להגברת התחרותיות בענף הבנקאות בישראל, במגזר משקי הבית והעסקים הקטנים ובהם:

* הגדלת מספר השחקנים בתוך המערכת ומחוצה לה – בין היתר באמצעות עידוד ומתן אפשרות לפעילות של גופים מוסדיים במוצרי אשראי בנקאיים כדי להגדיל את היצע האשראי לעסקים קטנים ולמשקי בית, עידוד הקמה של בנק אינטרנטי ועידוד הקמה של אגודות אשראי (Credit Unions).

* הגברת התחרות בין השחקנים הקיימים באמצעות צמצום פערי מידע וחסמי מעבר – בין היתר באמצעות תמיכה בבנקאות אינטרנטית כמנוף

לתחרות, מסירת מידע לידי הלקוח באמצעות "תעודת זהות" בנקאית, שכלול המידע אודות לווים, הסדרת היבטים בשוק האשראי החוץ בנקאי והגברת התחרות על חסכון קצר טווח של משקי הבית.

* צעדים משלימים הכוללים, בין היתר, פיקוח על עמלות, הגברת השקיפות בעמלות ניירות ערך, תמחור מחדש של שירותים וסיוע למגזר העסקים הקטנים.

יישום מרבית המלצות הדוח דורש תיקוני חוק שונים ולכן, בשלב זה, לא ניתן לאמוד את ההשפעה על המערכת הבנקאית.

5.6 ביום 10 באפריל 2013 פרסם המפקח על הבנקים טיוטה בנושא "הפרשה קבוצתית להפסדי אשראי". הטיוטה כוללת, בין היתר, הוראת שעה "הפרשה קבוצתית להפסדי אשראי" המחליפה את הוראת השעה בדבר "הפרשה קבוצתית להפסדי אשראי בשנים 2011-2012". ההוראה החדשה תחול על דוחות כספיים רבעוניים ושנתיים החל מיום 1 בינואר 2013 ואילך. בהוראת השעה הובהר טווח השנים שבגינן יחשב הבנק את שיעורי ההפסד, ובנוסף הוארך חישוב ההפרשה הכללית והנוספת לפי הוראת ניהול בנקאי תקין כסכום ההפרשה המינימאלי על ליום 31 בדצמבר 2014. כמו כן, במסגרת הטיוטה נוספו שאלות ותשובות המסבירות את אופן חישוב ההפרשה הקבוצתית להפסדי אשראי. העדכונים לקובץ השאלות והתשובות יחולו החל מיום 1 ביולי 2013 ואילך. בנוסף, בהוראה נכללו הנחיות בנוגע לבחינת נאותות ההפרשה להפסדי אשראי ודרישות תיעוד, אשר יחולו החל מיום 31 בדצמבר 2013 ואילך. ככל שנמסר לי, לאור מורכבות ההוראה ואי בהירויות מסוימות בדבר מתכונת יישומה, לא ניתן להעריך בשלב זה את השפעתה.

5.7 בפרק המיסים של "התכנית הכלכלית לשנים 2013 – 2014" שהגיש משרד האוצר לממשלה, הוצע, בין היתר:

א. לתקן את סעיף 126 (א) לפקודת מס הכנסה (נוסח חדש), התשכ"א-1961, כך שהחל משנת המס 2014 שיעור מס חברות יעמוד על 26% (במקום 25% כיום).

ב. להנחות את שר האוצר לקבוע בצו, מכוח סמכותו לפי סעיף 2 לחוק מס ערך מוסף, התשל"ו-1975, כי שיעור המע"מ יעלה ל-18% וכי המס המוטל על מוסדות כספיים יעלה גם הוא ל-18% (במקום 17% כיום). בישיבת הממשלה מיום 3 במאי 2013, אימצה הממשלה את ההמלצות האמורות.

מתזכיר החוק לשינוי סדרי עדיפות לאומיים (תיקוני חקיקה להשגת יעדי התקציב לשנים 2013 ו-2014), התשע"ג-2013, עולה כי שיעור מס החברות יעלה בשיעור של 1.5%, כך שיעמוד על 26.5% (במקום 26% כפי שפורסם בתוכנית הכלכלית).

ביום 27 במאי 2013 אישרה וועדת הכספים של הכנסת את העלאת המע"מ באחוז אחד.

ביום 27 במאי 2013 חתם שר האוצר על צו מס ערך מוסף (שיעור המס על עסקה ועל יבוא טובין)(תיקון), התשע"ג-2013, לפיו שיעור המע"מ יהיה 18% החל מיום 2 ביוני 2013.

מכיוון שהליך החקיקה טרם הושלם, ולפיכך, בשלב זה, קיימת אי בהירות בדבר שיעורי המס החדשים ומועד תחילת השינוי בהם, לא נתתי בעדכון חוות הדעת הנוכחי ביטוי להשפעת צעדים אלה על התוצאות הכספיות של הבנק בתקופת התחזית (וראו גם בסעיף 8.8.6 בהמשך).

5.8 ביום 3 באפריל 2013, הודיעה חברת פ.י.ב.י. אחזקות בע"מ (להלן: "פ.י.ב.י."), בעלת השליטה בבנק כי מכרה למשקיעים מוסדיים מחוץ לבורסה את מניות הבנק "החופשיות" שבבעלותה (המניות שהוחזקו על ידי מעבר לגרעין השליטה בבנק על פי היתר השליטה מבנק ישראל) – קרי 5.2% מההון המונפק של הבנק, בתמורה לסך כולל של כ-268 מיליון ש"ח. שווי המכירה משקף שווי של כ- 5,154 מיליון ש"ח לבנק (כ- 78.5% מההון העצמי ליום 31.12.12).

תמורת המכירה משקפת את שווי הבנק בבורסה לאותו מועד.

פ.י.ב.י. דיווחה כי בעקבות המכירה "שיעור החזקות הציבור" (כהגדרת המונח בתקנון הבורסה, בין היתר לצורך חישוב מדדי הבורסה), במניות הבנק יעלה על שיעור של 25%.

ככל שנמסר לי, מטרת המכירה היא למלא את התנאים הדרושים לכך שמניית הבנק תוכל להיכלל במדד "תל-אביב 25" (הבנק הבינלאומי הינו הבנק היחיד מחמשת הבנקים הגדולים שמנייתו אינה נסחרת במדד זה), ולכן היא נעשתה במחירי השוק השוטפים הנמוכים מהשווי המאזני.

5.9 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 0.555 (יחס נמוך 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 לארבעת השנים 2013 - 2016, 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 לשנה שנסתיימה ביום 31 בדצמבר 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.

התוצאות שקיבלתי, נמצאות בתוואי הערכת השווי הקודמת, אם כי נמוכות ממנה במעט. התזרים המייצג משנת 2016 ואילך נמוך מעט מהתזרים המייצג שהונח בחוות הדעת הקודמת (וראו בלוח 3 בהמשך).

8. בחינת ההנחות ששימשו בבסיס הערכת השווי

בעקבות פרסום הדוחות הכספיים של הבנק הבינלאומי ליום ולשנה שנסתיימה ביום 31 בדצמבר 2012, ביום 19 במארס 2013, בחנתי את ההנחות אשר שימשו כבסיס לביצוע הערכת השווי, כמפורט להלן:

8.1 היקף הנכסים המניבים

היתרה הממוצעת של הנכסים הכספיים שהניבו הכנסות מימון (כולל השפעת נגזרים) בשנת 2012 הייתה גבוהה בשיעור של 0.63% מהיתרה הממוצעת שלהם בשנת 2011 (יתרת הנכסים הכספיים ללא נגזרים הממוצעת בשנת 2012 הייתה גבוהה ב-6.58% מהיתרה הממוצעת בשנת 2011 ואילו ביתרת הנגזרים הממוצעת לשנת 2012 חלה ירידה בשיעור של כ-7.7% לעומת היתרה הממוצעת בשנת 2011). עם זאת בשנת 2012 חל גידול בשיעור של כ-9.28% בהכנסות המימון, נטו, שנבעו מהנכסים הכספיים לעומת שנת 2011 (כאשר הכנסות המימון, נטו, מהנכסים הכספיים ללא נגזרים גדלו בשיעור של כ-15.14% לעומת שנת 2011). על פי אינדיקציות שקיבלתי, היקף הנכסים המניבים המשיך לגדול גם ברבעון הראשון 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, לא שיניתי את הנחות הגידול בנכסים הכספיים כפי שהצבתי בחוות הדעת הקודמת. הנחתי כי בשנים 2013 ו-2014 היתרה הממוצעת של הנכסים הכספיים תגדל ב-2.5%, בכל שנה, ובשנים 2015 ו-2016 גידול של 3% בכל שנה.

8.2 שיעור המרווחים הפיננסיים

שיעור המרווח בבנק (כולל נגזרים ובנטרול השפעת התאמות לשווי הוגן של מכשירים פיננסיים נגזרים והשפעת חיסוי מס בגין חברות בנות בחו"ל) בשנת 2012 עמד על 1.23% לעומת שיעור של 1.13% בשנת 2011².

בנסיבות אלה, לא מצאתי לנכון לעדכן את שיעור המרווח הצפוי לשנים 2013 – 2016 כפי שהוצב בחוות הדעת הקודמת: 2013 – 1.20%, 2014 – 1.22%, 2015 – 1.23% ומשנת 2016 – 1.25%.

8.3 הכנסות מימון אחרות

בנוסף להכנסות ממרווח פיננסי ומתשואה נחסכת 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.

בתוספת ג' לדוחות הכספיים לשנת 2012 הבנק מדווח על הכנסות מימון אחרות (עמלות מעסקי מימון והכנסות מימון אחרות, הכנסות בגין אופציות, הוצאות בגין מכשירים נגזרים אחרים והוצאות מימון אחרות) בסכום כולל של 332 מלש"ח.

ככל שנמסר לי, עקב שינוי בכללי המיון, חלק מההכנסות שנכללו בעבר בסעיף "הכנסות תפעוליות אחרות" יכללו החל משנת 2013 בסעיף זה.

מאינדיקציות שקיבלתי עולה כי סך ההכנסות הללו בשנת 2013 (לאחר המיון מחדש) יסתכם בכ-400 מלש"ח. הנחתי כי לאורך כל תקופת התחזית הבנק ישמור על רמה זהה של הכנסות אלה.

8.4 הכנסות תפעוליות ואחרות

סך ההכנסות התפעוליות והאחרות של הבנק בשנת 2012 הסתכם ב-1,547 מלש"ח (לעומת סכום של 1,392 מלש"ח בשנת 2011). הכנסות אלה כוללות גם סכום של 35 מלש"ח שאינו כרוך בזרימת מזומנים (רווחים מקופות פיצויים, רווחי הון והכנסות אחרות) ואשר לא נכלל בבסיס התחזית לשנים הבאות.

²ללא נטרול השפעת התאמות לשווי הוגן של מכשירים פיננסיים נגזרים והשפעת חיסוי מס בגין חברות בת בחו"ל, עמד פער הריבית בשנת 2012 על שיעור של 1.27%.

בעקבות השינויים המבניים בכ.א.ל (וראו בסעיף 8.11.4 בהמשך), הנחתי כי בשנת 2013 יחול גידול בהיקף ההכנסות בהשוואה להיקפן בשנת 2012 כתוצאה מהתשלומים הנוספים אותם עתיד הבנק לקבל מכ.א.ל.

עם זאת, לא שיניתי את הנחות שיעור הגידול השנתי בהכנסות אלה, כפי שנכללו בחוות הדעת הקודמת: 2013 – ללא שינוי, 2014 ואילך – 2%.

הוצאות בגין הפסדי אשראי

8.5

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 בשנת 2012 על 0.20% לעומת שיעור של 0.14% בשנת 2011.

מדוח הדירקטוריון של הבנק לשנת 2012 עולה כי עיקר הגידול בהפרשה נובע מהפרשות בגין בינוי ונדל"ן ומהפרשות בגין הלוואות לדירה.

אם ננטרל מהחישוב את הקיטון בהפרשה הספציפית עקב גביית חובות, נמצא כי שיעור ההפרשה (ללא Recovery) בשנת 2012 הנו 0.44% (0.45% בשנת 2011).

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 2013.

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 לטיוטת הוראת השעה החדשה בנושא "הפרשה קבוצתית להפסדי אשראי" שפורסמה על ידי המפקח על הבנקים ביום 10 באפריל 2013 (וראו בסעיף 5.6 לעיל). עם זאת, ככל שנמסר לי על ידי הבנק להוראה אין משמעות תזרימית ישירה, והיא לא תפגע, באופן מהותי, ביחסי הלימות ההון של הבנק.

בשנת 2012 הסתכמו הוצאות השכר ב- 1,633 מלש"ח (1,630 מלש"ח בשנת 2011). בדוח הדירקטוריון של הבנק מצוין כי הגידול במשכורות והוצאות נלוות הנובע מעליות השכר קוץ ברווחי היעודה לפיצויים.

בחדש 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%.

לא שיניתי את ההנחה שנכללה בחוות הדעת הקודמת לפיה צפוי גידול ריאלי בעלות השכר בכל אחת מהשנים 2013 – 2016 בשיעור שנתי של 3.5%. שיעורי גידול ריאליים אלו מבטאים את מנגנון עליית השכר הקבוע בהסכם העבודה הקיבוצי של עובדי הבנק, ההשפעה של העלייה בדמי ביטוח הלאומי ומנגד את ההשפעה המקזזת של הקיטון הצפוי במצבת העובדים של הבנק בשל הליכי התייעלות.

נתתי דעתי גם לאמור בביאור 14 לדוחות הכספיים של הבנק ליום 31.12.12 לפיו: "החשוב האקטוארי מבוצע בהנחת עליית שכר ריאלית המבוססת על ניסיון העבר ומשתנה בהתאם לוותק העובד. שיעורי עליית השכר הריאלית נעים בטווח של 0.8% עד 9.6%". עם זאת, למיטב הבנתי, הממוצע המשוקלל אינו בהכרח ממוצע הטווח הנ"ל וזאת בשל העובדה כי שכר העובדים "היקרים" בבנק צפוי לגדול בשיעור נמוך משכר העובדים ששכרם נמוך יותר.

לא זו אף זו, הנחתי כי ככל שתהיה האטה בצמיחה, ובגידול בהיקף הפעילות והרווח של הבנק, יתמתנו הלחצים לתוספות שכר ריאליות.

ביום 29 באפריל 2013, הוכרז סכסוך עבודה על ידי ועד הפקידים של הבנק (הכולל כ-2,000 עובדים). הסכסוך הוכרז על מספר סעיפים כשהעיקריים שבהם הם: עומס עבודה בסניפים ודרישה להאריך את הסכם העבודה בחמש שנים נוספות וזאת עקב החשש שבעקבות חוק ועדת הריכוזיות, ייאלץ בעל השליטה בבנק, מר צדיק בינו, למכור את החזקותיו בבנק.

מדובר בסכסוך עבודה שאינו נסוב על תוספות שכר אלא על דרישה של העובדים להארכת הסכם העבודה הקיבוצי.

- 8.7 הוצאות תפעוליות אחרות**
- 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 בשנת 2012 ב- 435 מיליון ש"ח (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 שתירשמנה בדוחות הכספיים של הבנק.
- 8.7.4 ההוצאות התפעוליות האחרות הסתכמו בשנת 2012 ב- 557 מלש"ח (לעומת הוצאות בסכום 576 מלש"ח בשנת 2011). בדוח הדירקטוריון מוסברת הירידה בסכום הוצאות אלו כתוצאה מירידה בהוצאות עמלות על רקע הפעילות בשוק ההון ומצמצום בהוצאות שונות.
- לא שיניתי את ההנחות שנכללו בחוות הדעת הקודמת לפיה בשנים הבאות יהיו שיעורי הגידול בהוצאות אלו כמפורט להלן: 2013 – ללא גידול; 2014 – 2%; 2015 ו-2016 – 3% (בדומה לשיעור הגידול בנכסים המניבים).
- התחזית שערכתי מניחה כי יחס הכיסוי בשנת 2016 יגיע לכדי 55.5% (שיעור נמוך מזה שהונח בחוות הדעת הקודמת – 58.4%). בשנת 2012 עמד יחס הכיסוי (ללא ההוצאות בגין הפחתות של נכסים בלתי מוחשיים) על שיעור של 57.6% (בנטרול הפרשה חד פעמית בשנת 2011 לירידת ערך מניות בסכום של כ- 94 מלש"ח יחס הכיסוי ה"מתוקנן" בשנת 2011 היה כ- 55.3%). התחזית מניחה שיעור גידול בהוצאות התפעוליות הגבוה במעט משיעור הגידול בהכנסות התפעוליות.

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 משנת 2013 ואילך יהיה 35.89%.
- 8.8.3 בשנת 2012, שיעורי המס האפקטיביים בדוחות הכספיים היו גבוהים במעט משיעור המס החוקי. בשנת 2012 שיעור המס האפקטיבי היה 37.16% (לעומת שיעור מס אפקטיבי של 32.73% בשנת 2011).
- 8.8.4 שיעור הוצאות המיסים השוטפים בשנים 2009 – 2012 היה גבוה, באופן משמעותי, משיעורי המס הסטטוטוריים. לפיכך, כמו בחוות הדעת הקודמת, הצבתי שיעור מס המשקף את שיעור המס החוקי בתקופת התחזית, כפי שהוא ידוע כיום, בתוספת 4%.
- 8.8.5 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.
- 8.8.6 במאמר מוסגר אציין כי, עפ"י פרק המיסים שבתזכיר החוק לשינוי סדרי עדיפות לאומיים (תיקוני חקיקה להשגת יעדי התקציב לשנים 2013 ו-2014) התשע"ג – 2013. שיעור המס הצפוי לחול על הבנק החל משנת 2014 יהיה 37.71%. כאמור בסעיף 5.7 לעיל, כיוון שהתקציב עדיין לא אושר בחקיקה ע"י הכנסת, לא נתתי בעדכון חוות הדעת הנוכחי ביטוי להשפעת צעדים אלה על התוצאות הכספיות של הבנק בתקופת התחזית.
- חישוב שערכתי מלמד כי גם אם נציב את שיעורי המס העתידיים, שטרם אושרו כאמור, הדבר לא יביא לשינוי במסקנות חוות הדעת.

8.9 שיעור צמיחה קבועה לאינסוף

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

8.10 מחיר ההון

- 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 המשק הישראלי פועל מזה מספר רבעונים בסביבת ריבית נמוכה שבה התשואות על נכסים חסרי סיכון לתקופה של 10 שנים אינן עולות על שיעור של 1.5% צמוד למדד.

8.10.3 לפיכך, הצבתי בעדכון חוות הדעת הנוכחי מחיר הון הנע בטווח של 10.25% - 11.25%, לעומת מחיר הון בטווח של 10.5% - 11.5% שהוצב בחוות הדעת הקודמת.

8.10.4 ניתוח מקדם הסיכון השיטתי של מניות הבנק מול מדד תל אביב 100 מצביע על ביתא של קרוב לאחד (1.03 בתקופה מארס 2012 – מארס 2013 ו-0.96 בתקופה מארס 2011 – מארס 2013³).

שיעור התשואה על נכסים חסרי סיכון (הנגזר משיעור התשואה על אג"ח ממשלתיות צמודות לטווח של 10 שנים) הנו כ-1.5% (נכון לחודש מארס 2013)⁴. פרמיית הסיכון המקובלת בשוק ההון בישראל הנה 7.08%⁵. נתונים אלה גוזרים לבנק, לפי נוסחת CAPM, מחיר הון של 8.6% (= 1.5% + 7.1% * 1). 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 1.65% - 2.65%.

8.10.5 ביצעתי ניתוחי רגישות להערכת השווי בטווח שבין 9.25% - 12.25%.

8.11 השקעה בחברת כרטיסי אשראי לישראל בע"מ

8.11.1 הבנק הבינלאומי מחזיק ב-28.2% בהון וב-21.0% בזכויות ההצבעה של חברת כרטיסי אשראי לישראל בע"מ (להלן: "כ.א.ל."). השווי המאזני של ההשקעה ליום 31 בדצמבר 2012, הנו כ-376 מיליוני ש"ח (מזה 79 מיליוני ש"ח מוניטין).

³ המקור – נתוני מאגר פרדיקטה.

⁴ המקור – אתר בנק ישראל.

⁵ לפי Damodarn פרמיית הסיכון הכוללת בישראל כפי שעודכנה בחודש ינואר 2013 הינה כ-7.08%.

8.11.2 כמפורט בחוות הדעת הקודמת, בחודש מארס 2013 ערכתי, לבקשת הבנק הבינלאומי ובנק דיסקונט, הערכת שווי לחברת כ.א.ל בה אמדתי את שווייה ליום 31 בדצמבר 2012 בטווח שבין 1,400 מיליון ש"ח ל- 1,579 מיליון ש"ח ובממוצע בכ- 1,484 מיליון ש"ח.

8.11.3 תוצאות הפעילות של כ.א.ל ברבעון הראשון של שנת 2013 נמוכות במעט מהתוצאות החזויות בהערכת השווי (בגילום שנתי). עם זאת מוקדם מדי להעריך אם יש מקום לבצע שינוי בהערכת ההשקעה בכ.א.ל על סמך תוצאות של רבעון אחד בלבד. לפיכך, כללתי בעדכון הערכת השווי את השווי הנגזר מההערכה הנ"ל ($28.2\% = 418$ * 1,484) בניכוי המס שצפוי לחול בעת המכירה בסכום של 31 מלש"ח, ובס"ה בסכום של 387 מלש"ח (סכום הזהה לסכום שהוצב בהערכת השווי הקודמת).

8.12 הפרשה מיוחדת

מטעמי זהירות מצאתי לנכון שלא לשנות את ההפרשה המיוחדת הנוספת (מעבר להפרשות שנכללו בדוחות הכספיים של הבנק ליום 31 בדצמבר 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.

נתתי דעתי גם לחשיפה המאזנית של הבנק למדינות הנמצאות במשבר כלכלי: ספרד, איטליה, אירלנד, איסלנד, קפריסין והונגריה. סכום החשיפה המאזנית הכולל של הבנק למדינות אלה ליום 31.12.2012 מסתכם ב-251 מלש"ח. סכום החשיפה החוץ מאזנית של הבנק למדינות אלה מסתכם ב-21 מלש"ח. יושם אל לב כי ביום 31 בדצמבר 2011 היה סכום החשיפה המאזנית של הבנק למדינות אלה 320 מלש"ח וסכום החשיפה החוץ מאזנית 32 מלש"ח. הבנק הקטין, אפוא, את החשיפה למדינות אלו.

8.13 זכויות בעלי מניות חיצוניים

8.13.1 זכויות שאינן מקנות שליטה מייצגות את חלקם של בעלי מניות חיצוניים בהון של חברות הבת של הבנק ובהתחייבויות הכספיות.

8.13.2 יושם אל לב, כי בהתאם להנחיות המפקח על הבנקים, נערך סיווג מחדש זכויות שאינן מקנות שליטה 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, סכום ההתחייבות ליום 31.12.12 הינו כ-330 מלש"ח.

לפיכך, מסכום שווי הפעילות המהוון הפחתתי את יתרת הזכויות שאינן מקנות שליטה ליום 31 בדצמבר 2012 - 209 מיליון ש"ח ואת ההתחייבות בגין אופציית המכר בסכום של כ-330 מלש"ח - ס"ה 539 מלש"ח.

9. סיכום עדכון הערכת השווי:

בלוח 1 להלן מוצגת בדיקת הסבירות להערכת השווי הקודמת בהתאם למתואר בחוות דעת זו. מכיוון שמדובר בבדיקת הסבירות להערכת השווי שהכנתי ליום 31.12.2012, ולא בהערכת שווי חדשה, התוצאות הונו ליום 31.12.2012, ומכפיל ההון חושב ביחס להון הבנק כפי שנכלל במאזן ליום 31.12.2012. זאת באופן עקבי להערכת השווי הקודמת, שבחנה את הסכום בר ההשבה של ההשקעה בבנק נכון ליום 31.12.2012, בהתבסס על הנתונים ליום 30.09.2012.

במאמר מוסגר אציין כי לו היו עומדות לנגד עיני תוצאות הרבעון הראשון של שנת 2013, הייתי מבצע את השוואת הסכום בר ההשבה לשווי בספרים של ההון ליום 31.03.2013 ותקופת ההיוון הייתה מתקצרת בהתאם.

לוח 1 – 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
9.25%	7,681	387	(539)	(100)	7,429
9.75%	7,241	387	(539)	(100)	6,989
10.25%	6,850	387	(539)	(100)	6,598
10.75%	6,500	387	(539)	(100)	6,248
11.25%	6,185	387	(539)	(100)	5,933
11.75%	5,900	387	(539)	(100)	5,648
12.25%	5,641	387	(539)	(100)	5,389

כעולה מעדכון הערכה זו, שווי הבנק הבינלאומי מצוי בטווח של 5,933 – 6,598 מיליוני ש"ח.

ההון העצמי של הבנק ליום 31 בדצמבר 2012 עומד על 6,563 מיליוני ש"ח. לפיכך, השווי הכלכלי הנ"ל משקף מכפיל הון בטווח שבין 90.4% לבין 100.5%.

התזרים המייצג של הבנק (לאחר מס) הצפוי משנת 2016 ואילך הינו 617 מלש"ח. סכום זה מייצג תשואה להון של כ-9.4%. תשואה זו נמוכה מהתשואה הנדרשת כיום בשוק ההון והמתבטאת בשיעורי היוון של 10.25% - 11.25%.

10. שווי ההשקעה של בנק דיסקונט בבנק הבינלאומי

שווי ההשקעה מחושב על פי חלקו של בנק דיסקונט בהון של הבנק הבינלאומי, נע אפוא בטווח שבין 1,569 ל-1,745 מיליון ש"ח.

בנק דיסקונט רשם, בדוחותיו ליום 30 ביוני 2012 הפחתה בסכום של 113 מיליון ש"ח בגין השקעתו בבנק הבינלאומי, זאת לאור הערכת שווי ליום 30 ביוני 2012 (שערכתי בחודש אוגוסט 2012) ואשר אמדה את השווי הכלכלי של ההון העצמי של הבנק הבינלאומי בטווח של 88.4% - 97.9% מהונו העצמי. לאחר הפחתה זו נמצא שהשווי המאזני של ההשקעה נמוך מהסכום בר ההשבה שלה.

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 0.5% בהנחת שיעור הצמיחה הקבועה לאינסוף.
- תוצאות הניתוח מוצגות בלוח 2 להלן:

לוח 2 – ניתוח רגישות נוסף

שיעור ההון	9.25%	9.75%	10.25%	10.75%	11.25%	11.75%	12.25%
התוצאה הבסיסית	7,429	6,989	6,598	6,248	5,933	5,648	5,389
שינוי כתוצאה מ:							
קיטון של 0.02% בשיעור המרווח הפיננסי	(268)	(253)	(239)	(227)	(216)	(206)	(197)
ב- %	-3.61%	-3.62%	-3.62%	-3.63%	-3.64%	-3.65%	-3.66%
גידול של 0.1% בשיעור ההפרשה בגין הפסדי אשראי	(576)	(543)	(514)	(487)	(464)	(442)	(423)
ב- %	-7.75%	-7.77%	-7.79%	-7.79%	-7.82%	-7.83%	-7.85%
גידול בשיעור של 0.5% בשיעור הצמיחה הקבועה לאינסוף	412	360	316	280	249	223	201
ב- %	5.55%	5.15%	4.79%	4.48%	4.20%	3.95%	3.73%
קיטון בשיעור של 0.5% בשיעור הצמיחה הקבועה לאינסוף	(364)	(320)	(283)	(252)	(225)	(202)	(182)
ב- %	-4.90%	-4.58%	-4.29%	-4.03%	-3.79%	-3.58%	-3.38%

12. השוואה לחוות הדעת הקודמת:

בלוח 3 להלן, השוואה בין תוצאות התזרים המייצג כפי שנכללו בחוות הדעת הקודמת לבין התוצאות הנכללות בעדכון חוות דעת זו (במיליוני ש"ח):

**לוח 3 – השוואה בין התזרים המייצג שהונח בחוות הדעת הקודמת לתזרים המייצג
בעדכון הנוכחי**

חוות הדעת הקודמת	הערכה נוכחית	
178,007	178,306	ס"ה נכסים תפעוליים
1.25%	1.25%	שיעור המרווח הפיננסי
2,225	2,229	הכנסות ממרווח פיננסי
300	400	הכנסות מימון אחרות
1,671	1,616	הכנסות תפעוליות ואחרות
4,196	4,245	ס"ה הכנסות
303	306	הוצאות בגין הפסדי אשראי
1,836	1,874	הוצאות שכר
444	435	אחזקת מבנים ופחת
580	603	הוצאות תפעוליות אחרות
3,163	3,218	
1,033 (412)	1,027 (410)	רווח תפעולי לפני מס מסים על ההכנסה
621	617	תזרים תפעולי לאחר מס

12.2 התזרים "המייצג" הצפוי שהונח בחוות דעת זו דומה לזה שהונח בחוות הדעת הקודמת.

סיכום חוות הדעת

13. לאור האמור לעיל הגעתי לכלל דעה, שהשווי בר ההשבה של השקעת בנק דיסקונט בבנק הבינלאומי הנו בטווח של 90.4% ל-100.5% מחלקו של בנק דיסקונט בהון העצמי של הבנק הבינלאומי ליום 31 בדצמבר 2012. מאחר והשווי המאזני בו רשומה ההשקעה בספרי בנק דיסקונט נופל מהסכום בר ההשבה, אני סבור כי בנק דיסקונט שרשם הפרשה בסכום של 113 מיליון ש"ח בגין ההשקעה בדוחותיו ליום 30 ביוני 2012, אינו נדרש לערוך הפרשה נוספת לירידת ערך בגין השקעתו במניות הבנק הבינלאומי.

14. מסקנה זו נשענת, בין היתר, על ההנחה שבנק דיסקונט ישכיל למכור את החזקותיו למשקיע או משקיעים אסטרטגיים אשר ישקלו 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/ השפעה מהותית, וכן לא ניתן ביטוי ליתרונות סינרגטיים כלשהם.

15. ידוע לי שאתם עשויים לעשות שימוש בחוות דעתי לצורך עריכת הדוחות הכספיים של בנק דיסקונט ליום 31 במארס 2013. כמו כן, אני מסכים כי חוות דעתי תאוזכר בדוחות הכספיים האמורים, תצורף אליהם ותועמד לעיון הציבור.

16. אציין כי אין לי עניין אישי במניות בנק דיסקונט לישראל בע"מ או במניות הבנק הבינלאומי הראשון לישראל בע"מ.
17. בין השנים 2003 – 2006, בתקופה נובמבר 2008 – מאי 2009 ובתקופה נובמבר 2011 – מארס 2013, ערכתי עבור בנק דיסקונט לישראל הערכות שווי להחזקותיו בבנק הבינלאומי הראשון.
18. 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, רו"ח

תאריך: 28 במאי 2013.

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:

משמש כיום כסגן נשיא לעניינים אקדמיים במסלול האקדמי המכללה למינהל.
בשנים 2000 – 2007 שימשתי כדיקן ביה"ס למינהל עסקים 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 רישיון 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

2017					
ואילך	2016	2015	2014	2013	
	178,306	173,113	168,071	163,971	ס"ה נכסים תפעוליים
	1.25%	1.23%	1.22%	1.20%	שיעור המרווח הפיננסי
	2,229	2,129	2,050	1,968	הכנסות ממרווח פיננסי
	400	400	400	400	הכנסות מימון אחרות
	1,616	1,585	1,553	1,523	הכנסות תפעוליות ואחרות
	4,245	4,114	4,004	3,891	ס"ה הכנסות
	306	297	289	316	הוצאות בגין הפסדי אשראי
	1,874	1,811	1,749	1,690	הוצאות שכר
	435	435	435	435	אחזקת מבנים ופחת
	603	585	568	557	הוצאות תפעוליות אחרות
	3,218	3,128	3,041	2,998	
	1,027	986	963	892	רווח תפעולי לפני מס
	410	393	384	356	מסים על ההכנסה
	625	617	579	536	תזרימי תפעולי נקי

נספח ג' – חישוב תזרימי המזומנים המהווים

2017		2016	2015	2014	2013	שיעור ההיוון
ס"ה	ואילך					
7,681	5,733	453	475	507	513	9.25%
7,241	5,310	446	470	503	512	9.75%
6,850	4,936	439	464	500	511	10.25%
6,500	4,603	432	459	497	510	10.75%
6,185	4,304	425	454	493	509	11.25%
5,900	4,035	418	449	490	507	11.75%
5,641	3,792	412	444	487	506	12.25%