

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 27 באוגוסט 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 שלושה חודשים שנסתיימו ביום 31 במארס 2013.
 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 2013 הינו כ-1,678 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 30 בספטמבר 2013 היה כ-1,535 מיליון ש"ח. שווי ההשקעה בבורסה ביום 24 בנובמבר 2013 היה כ-1,537 מיליון ש"ח.

מן הראוי לציין כאן, כי בסכום שבו נכללת ההשקעה במניות הבנק הבינלאומי בדוחות הכספיים של בנק דיסקונט ליום 30 בספטמבר 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 ולתקופה של שישה חודשים שנסתיימו ביום 30 ביוני 2013 (להלן: "**הדוחות לרבעון השני של שנת 2013**") 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 30 בספטמבר 2013, הנכם מתבקשים לאזכר את חוות הדעת הקודמת שנכללה בדוחות הכספיים לתקופת הביניים שנסתיימה ביום 30 ביוני 2013.

5. **להלן תמצית עדכון חוות דעתי:**

5.1 בחודש ספטמבר 2013, הפחיתה קרן המטבע הבינלאומית את תחזית הצמיחה העולמית לשנת 2013 ל-2.9% (לעומת תחזית צמיחה של 3.1% שפורסמה בחודש יולי 2013) ואת תחזית הצמיחה הצפויה לשנת 2014 ל-3.6% (לעומת תחזית צמיחה קודמת של 3.8%). ההפחתה בשיעורי הצמיחה הצפויים נובעת מהשפעות לוואי של תהליך היציאה מהמדיניות המוניטרית המרחיבה בארה"ב ובמשקים אחרים, אשר במידה ויביא לעליית תשואות חדה מהצפוי, עלול לערער את היציבות.

התחזית המקרו-כלכלית של חטיבת המחקר של בנק ישראל שפורסמה ב-23.9.2013, צופה כי התוצר המקומי הגולמי צפוי לצמוח בשיעור של 3.6% בשנת 2013 (לעומת שיעור צמיחה של 3.8% שנכלל בתחזית שפורסמה בחודש יולי 2013). תחזית הצמיחה לשנת 2014 עודכנה כלפי מעלה והיא עומדת על שיעור של 3.4% (לעומת שיעור של 3.2% כפי שנצפה בתחזית הקודמת). הסיבות לירידת תחזית הצמיחה ב-2013 הן ההתמתנות בקצב הגידול של הצריכה הציבורית ב-2013, הפחתת תחזית הסחר העולמי והפגיעה האפשרית בייצוא (בעיקר בתיירות) כתוצאה מהמצב הגיאופוליטי במזרח התיכון. חטיבת המחקר של בנק ישראל צופה כי בשנת 2014, צפויה האצה בקצבי הגידול של

היצוא, ההשקעות והצריכה הציבורית שתקוז בהתמתנות בקצב הגידול של הצריכה הפרטית עקב העלאת המיסים הצפויה החל משנת 2014.

תחזית האינפלציה ל-12 החודשים הבאים כפי שפורסמה בחודש אוקטובר 2013, צופה שיעור אינפלציה שנתי של 1.7%.

5.2 בסוף חודש ספטמבר 2013 החליט בנק ישראל להוריד את הריבית החל מחודש אוקטובר לשיעור של 1%. בסוף חודש אוקטובר 2013, הודיע בנק ישראל כי החליט להותיר את הריבית לחודש נובמבר על רמה של 1%, וזאת בהתבסס על השיקולים הבאים:

* הפעילות הריאלית מצביעה על צמיחה בשיעור הנמוך מ-3% (בניכוי השפעת הפקת הגז), אם כי מספר אינדיקטורים מצביעים על האטה נוספת ברבעון השלישי בדגש על ירידה ביצוא ובייצור התעשייתי.

* ההאטה במגמת ייסוף השקל, הירידה בהיקף העסקאות לדיוור לצד המשך העלייה במחירי הדירות ונטילת משכנתאות בהיקפים גבוהים. הנחיות המפקח על הבנקים, המגבילות את שיעור ההחזר מן ההכנסה, את חלק ההלוואה שניתן בריבית משתנה ואת התקופה הסופית לפירעון ההלוואה במשכנתאות, צפויות להפחית את הסיכון לציבור נוטלי המשכנתאות ולמערכת הבנקאית.

* העדכון כלפי מטה בתחזית הצמיחה העולמית.

5.3 בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2013 עלה מדד מניות הבנקים בשיעור של 6.66%. בתקופה 1.1.13 – 24.11.13 כולה עלה מדד מניות הבנקים בשיעור של 16.06%. בשנת 2012 עלה מדד מניות הבנקים בשיעור של 22.87%.

החל מיום 16.6.2013, נכללת מניית הבנק במדד ת"א 25.

בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2013 עלה מדד תל-אביב 25 בשיעור של 6.7%. בתקופה 1.1.13 – 24.11.13 כולה עלה מדד תל-אביב 25 בשיעור של 14.12%.

מניית הבנק הבינלאומי (לאחר התאמה לדיבידנדים והטבות) עלתה בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2013 בשיעור של 10.04%. בתקופה 1.1.13 – 24.11.13 כולה עלתה מניית הבנק (לאחר התאמה לדיבידנדים והטבות) בשיעור של 10.15%.

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 30 ביוני 2013, יחס הלימות ההון של הבנק הבינלאומי ביחס לדרישות החדשות הינו 9.63%.
 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 כחלק מיישום המלצות הדוח, ביום 24 ביוני פרסם המפקח על הבנקים תיקון לכללי הבנקאות (שירות ללקוח)(עמלות)(תיקון מס' 2), התשע"ג-2012. התיקון נכנס לתוקף ביום 1 באוגוסט 2013, ועיקריו הם:

- שינוי הגדרת "עסק קטן" - העלאת התקרה של מחזור העסקים של עסק קטן מ-1 מיליון ש"ח ל-5 מיליון ש"ח;
- קביעה לפיה, עמלה שרשאי תאגיד בנקאי לגבות בעד שירות הכלול בתעריפון המלא, תחושב באופן שלא תעלה על סכום או שיעור העמלה הנגבית בעד אותו שירות מתאגיד שאינו עסק קטן.

ככל שנמסר לי, הבנק נערך ליישום התיקון ובשלב זה לא ניתן לאמוד את השפעתו על תוצאות פעולותיו בעתיד.

5.7 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. ביום 2 ביוני 2013, פורסם צו מס ערך מוסף (שיעור המס על מלכ"רים ומוסדות כספיים) (תיקון) התשע"ג – 2013. בהתאם לצו, מס השכר יעלה לשיעור של 18% והוא יחול על שכר שישולם בעד עבודה בחודש יוני 2013 ואילך. בנוסף, מס רווח יעלה לשיעור של 18% והוא יחול על החלק היחסי של הרווחים בשנת 2013.

5.8 ביום 30 ביולי 2013 אישרה הכנסת את החוק לשינוי סדרי עדיפות לאומיים (תיקוני חקיקה להשגת יעדי התקציב לשנים 2013 ו-2014), התשע"ג-2013. במסגרת החוק הועלה שיעור מס החברות, החל משנת 2014 לשיעור של 26.5% במקום 25%.

5.9 ביום 3 באפריל 2013, הודיעה חברת פ.י.בי. אחזקות בע"מ (להלן: "פיבי"), 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% מהונו העצמי ליום 31.12.12).

תמורת המכירה משקפת את שווי הבנק בבורסה לאותו מועד.

פיבי 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", ולכן היא נעשתה במחירי השוק השוטפים הנמוכים מהשווי המאזני.

ביום 16.6.2013 החלה מניית הבנק להיסחר במסגרת מדד "תל-אביב" 25.

5.10 ביום 4 ביוני 2013, אישר דירקטוריון הבנק חלוקת דיבידנד במזומן לבעלי המניות של הבנק בסך כולל של 200 מיליון ש"ח (ברוטו). בהודעה לבורסה שפרסם הבנק באותו מועד צוין כי חלוקת הדיבידנד עומדת בכל המבחנים הרגולטוריים, היא מהווה חלק מהאסטרטגיה הרב שנתית של הבנק, אינה צפויה להשפיע על פעילותו של הבנק במתכונתה הקיימת ועל יכולתו לשמור על יחס ההון לנכסי סיכון הנדרש הן מבחינת העמידה במגבלות הרגולטוריות והן כחלק מהתכנית האסטרטגית שלו.

חלוקת הדיבידנד התבצעה ביום 24 ביוני 2013.

5.11 להערכת, ועל סמך ביצועי הבנק בעבר, בטווח הארוך תתייצב רווחיות הבנק הבינלאומי סביב הפרמטרים הבאים:

- א. מרווח פיננסי של 2.10% (ללא השפעת הנגזרים);
- ב. שיעור הפרשה לחובות מסופקים של 0.30% מתיק האשראי לציבור (בדומה להנחה בחוות הדעת הקודמת);
- ג. יחס כיסוי (הכנסות תפעוליות / הוצאות תפעוליות) של 0.509 (גבוה במעט מיחס הכיסוי שהונח בחוות הדעת הקודמת וראו בסעיף 8.8 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 13 במרס 2014, 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 שווייה הכלכלי ויראו לנגד עיניהם שיקולים כלכליים ארוכי טווח. נכון למועד עריכת חוות דעת זו נסחרות מניות הבנק לפי מכפיל הון של 0.88².

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:

² מכפיל הון (Market to Book multiplier) מוגדר כיחס שווי השוק להון העצמי. יושם אל לב כי שווי השוק למועד עריכת חוות דעת זו מבטא את כל המידע הזמין למשקיעים וההערכות לרווח שהשיג הבנק ברבעון השלישי של השנה. לעומת זאת, השווי המאזני שנכלל ביחס זה הינו השווי ליום 30 ביוני 2013.

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 השניה של שנת 2013 ולשלוש השנים 2014 - 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 לששת החודשים שנסתיימו ביום 30 ביוני 2013. 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 בשינויים המתחייבים משינויי התאמה ופירוט בדוחות הכספיים של הבנק.

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 הדיסקטוריון 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 במקצת). התזרים המייצג משנת 2016 ואילך נמוך בכ-3% מהתזרים המייצג שהונח בחוות הדעת הקודמת (וראו בלוח 3 בהמשך).

8. בחינת ההנחות ששימשו בבסיס הערכת השווי

בעקבות פרסום הדוחות הכספיים של הבנק הבינלאומי לתקופת הביניים של שישה חודשים שנסתיימו ביום 30 ביוני 2013, ביום 27 באוגוסט 2013, בחנתי את ההנחות אשר שימשו כבסיס לביצוע הערכת השווי, כמפורט להלן:

8.1 היקף הנכסים המניבים

החל מהרבעון הראשון של שנת 2013, הדוחות הכספיים של הבנק מוצגים באופן שונה מהדוחות הכספיים לתקופות קודמות, באופן שלא ניתן בהם מידע על היקף הנכסים הנגזרים, המרווח הפיננסי בגינם וההכנסות בגינם. היתרה הממוצעת של הנכסים הכספיים המניבים במחצית הראשונה של שנת 2013 גבוהה בכ-2.94% מהיתרה הממוצעת שלהם במחצית הראשונה של שנת 2012³. עם זאת, ברבעון השני של שנת 2013 חלה ירידה בשיעור של כ-4.5% ביתרה הממוצעת של הנכסים הכספיים המניבים בהשוואה ליתרה הממוצעת ברבעון הראשון של שנת 2013. נתונים אלה עקביים עם המגמה הכללית המסתמנת במערכת הבנקאית כולה לפיה, חלה ירידה בביקוש לאשראי העסקי המתקזזת בחלקה בעלייה בביקוש לאשראי במגזר משקי הבית ובביקוש להלוואות לדיוור.

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. בשקלול השיקולים הנ"ל מצאתי לנכון לעדכן את הנחות הגידול בנכסים הכספיים כפי שהצבתי בחוות הדעת הקודמת. הנחתי כי במחצית השנייה של שנת 2013 לא יחול כל גידול ביתרה הממוצעת של הנכסים הכספיים. לא שיניתי את ההנחה שנכללה בחוות הדעת הקודמת לפי היתרה הממוצעת של הנכסים הכספיים תגדל, בשנת 2014 בשיעור של 2% ובשנים 2015 ו-2016, בשיעור של 3% בכל שנה.

8.2 הכנסות מימון, נטו:

שיעור המרווח בבנק (ללא השפעת הנגזרים) במחצית הראשונה של שנת 2013 עמד על 2.10% לעומת שיעור של 2.12% בתקופה המקבילה אשתקד.

הכנסות המימון, נטו, במחצית הראשונה של שנת 2013 הסתכמו ב-1,095 מלש"ח (לעומת הכנסות של 1,113 מלש"ח בתקופה המקבילה אשתקד ו-2,250 מלש"ח בשנת 2012 כולה). הנחתי כי לאורך תקופת התחזית הכנסות

³ בשל צורת ההצגה השונה של הנתונים, לא עלה בידי לקבל מידע על השינוי בהיקף הנכסים במחצית הראשונה של שנת 2013 לעומת היתרה הממוצעת בשנת 2012.

אלה תגדלנה בהתאם לשיעורי הגידול בנכסים המניבים אשר פורטו בסעיף 8.1 לעיל.

הנחה זו משקללת את שתי ההנחות הבאות:

1. סביבת הריבית הנמוכה והורדת הריבית הנוספת של 0.25% החל מחודש אוקטובר 2013, צפויות להביא להקטנת המרווח הפיננסי.
2. עליה מתונה בריבית על משכנתאות בעקבות התקנות החדשות.

8.3 הכנסות מימון שאינן מרבית:

לבנק הכנסות (הוצאות) מימון הנובעות מהמקורות הבאים:

א. מפעילות במכשירים נגזרים; ב. מהשקעה באגרות חוב; ג. מהפרשי שער, נטו; ד. רווחים מהשקעה במניות שאינן למטרות מסחר; ה. הכנסות מימון בגין פעילויות למטרת מסחר.

סך הכנסות אלו הסתכם במחצית הראשונה של שנת 2013 ב-138 מלש"ח (לעומת 64 מלש"ח בתקופה המקבילה אשתקד ו-150 מלש"ח בשנת 2012 כולה).

נתתי דעתי לכך כי המשך מגמת הירידה בריבית עשויה לפגוע בהכנסות מפעילותיו במכשירים נגזרים וכי רמת התשואות הנמוכה תפגע ביכולת הבנק לייצר רווחים בפעילות נוסטרו באג"ח.

לפיכך מיתנתי את תחזית הצמיחה בהכנסות אלה והנחתי כי הכנסות אלה תתייצבנה בטווח הארוך על סכום של 293 מלש"ח בשנה. יושם אל לב כי בחוות הדעת הקודמת הנחתי כי הכנסות אלה תתייצבנה על סכום גבוה יותר של 304 מלש"ח בשנה.

8.4 הכנסות מעמלות:

סך ההכנסות מעמלות של הבנק במחצית הראשונה של שנת 2013 הסתכם ב-690 מלש"ח (לעומת סכום של 680 מלש"ח בתקופה המקבילה אשתקד ו-1,392 מלש"ח בשנת 2012 כולה).

עמלות אלה נובעות הן מפעולות בנקאיות רגילות והן מעמלות מפעילות בשוק ההון. ההכנסות מעמלות ברבעון השני של השנה הסתכמו בכ-350 מלש"ח (לעומת כ-340 מלש"ח ברבעון הראשון של השנה). לפי אינדיקציות שקיבלתי מהנהלת הבנק, הרי בשל הגאות הנמשכת בשוק ההון ההכנסות מעמלות ברבעון השלישי של השנה הסתכמו בסכום גבוה יותר מאשר ברבעון השני של השנה, והן אף צפויות לגדול ברבעון הרביעי של השנה. לעניין זה אני מבקש לציין כי, ככל שנמסר לי, הבנק הינו "השחקן" השלישי בגודלו בהיקף פעולותיו בשוק ההון בישראל.

לפיכך, הנחתי כי ההכנסות מעמלות במחצית השניה של שנת 2013 תסתכמנה בכ- 710 מלש"ח לפחות. נתתי דעתי לכך כי קיים לחץ ציבורי נמשך לקיטון בעמלות ולפיכך, הנחתי כי סכום ההכנסות מעמלות לא יגדל בשנת 2014 (לעומת סכום ההכנסות מעמלות במחצית השניה של שנת 2014 בגילום שנתי) ויעמוד על 1,420 מלש"ח. הנחתי בנוסף, בדומה להנחת הגידול בחוות הדעת הקודמת, כי משנת 2015 ואילך תגדלה הכנסות אלו בשיעור שנתי של 2%.

הכנסות אחרות:

8.5

ההכנסות האחרות הסתכמו במחצית הראשונה של שנת 2013 ב-16 מלש"ח (5 מלש"ח בתקופה המקבילה אשתקד ו-35 מלש"ח בשנת 2012 כולה).

מתוך הביאור על הכנסות אלה בדוחות הכספיים השנתיים של הבנק למדתי כי הן כוללות, בעיקר, הכנסות בעלות אופי חד-פעמי כמו: עלייה ברווחי יעודה לפיצויים ורווחי הון ממכירת בניינים וצידוד.

לפיכך, לא נתתי ביטוי להכנסות אלה בחוות דעת זו.

הוצאות בגין הפסדי אשראי

8.6

ההוצאה בגין הפסדי אשראי במחצית הראשונה של שנת 2013 הנובעת מאשראי לציבור מסחרי ולציבור פרטי הסתכמה בכ-19 מלש"ח. כמו-כן, נרשמה הוצאה בסכום של 25 מלש"ח בגין אשראי לדיור הנובעת, בעיקרה, מיישום מכתב המפקח על הבנקים בנושא "עדכון הנחיות בנושא נדל"ן לדיור". יישום הוראה זו הביא לגידול בהפרשה האמורה בסך 24 מלש"ח.

לאחר רישום הוצאה זו, שיעור ההוצאות בגין הפסדי אשראי מסך האשראי לציבור עמד במחצית הראשונה של שנת 2013 על 0.13%, לעומת שיעור של 0.16% בתקופה המקבילה אשתקד ושיעור של 0.20% בשנת 2012 כולה.

נתונים אלה עקביים עם נתוני המערכת הבנקאית כולה. הם משקפים הן את המצב הטוב של הנדל"ן במשק והן את השמרנות בה נוקטים הבנקים כיום במתן אשראי וזאת לאחר "שנכוו" במתן האשראי לחברות ההחזקה בשנים קודמות. תיק האשראי של הבנק הבינלאומי נחשב לטוב ביותר במערכת.

אם ננטרל מהחישוב את הקיטון בהפרשה הספציפית עקב גביית חובות ואת סכום ההפרשה החד פעמית, נמצא כי שיעור ההפרשה (ללא Recovery) במחצית הראשונה של שנת 2013 הנו, במונחים שנתיים, 0.35% (0.44% בשנת 2012).

נתתי דעתי לכך שלאורך תקופה ארוכה השיעור השוטף של ההפרשה גבוה, באופן משמעותי, מהשיעור הכולל וזאת בשל השפעת גביית החובות שנמחקו בשנים קודמות (Recovery).

לפיכך, הנחתי, באופן עקבי עם ההנחה שנכללה בחוות הדעת הקודמת, כי שיעור ההפרשה הפרמננטי השנתי יעמוד על שיעור של 0.3% מהאשראי לציבור לאורך כל תקופת התחזית.

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.

הוצאות שכר

8.7

במחצית הראשונה של שנת 2013 הסתכמו הוצאות השכר ב- 862 מלש"ח (לעומת 826 מלש"ח בתקופה המקבילה אשתקד ו-1,633 מלש"ח בשנת 2012 כולה).

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) שהיה אז 5.9% יועלה כדלקמן: בשנת 2013 – 6.5%; בשנת 2014 – 7%; בשנת 2015 – 7.5%.

בעקבות העלייה בשיעור מס השכר מ-17% ל-18% החל מחדש יוני 2013 (וראו בסעיף 5.7 לעיל) ישנה עלייה בהוצאות המעביד. לפיכך, באופן עקבי להנחה שנכללה בחוות הדעת הקודמת כי הוצאות השכר במחצית השניה של שנת 2013 יהיו גבוהות יותר בשיעור של 0.5% מאשר במחצית הראשונה, בגילום שנתי. לא שיניתי את ההנחה שנכללה בחוות הדעת הקודמת לפיה צפוי גידול ריאלי בעלות השכר בכל אחת מהשנים 2014 – 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.

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.

- 8.8.1 ההוצאות התפעוליות האחרות כוללות שלושה מרכיבים: החזקה ופחת של בניינים וציוד, הפחתות של נכסים בלתי מוחשיים ומוניטין, והוצאות אחרות.
- 8.8.2 כיוון שההפחתות של נכסים בלתי מוחשיים אחרים ומוניטין הינן הוצאות שאינן מהוות זרימת מזומנים, לא נתתי להם ביטוי בתחזית תזרימי המזומנים העתידיים.
- 8.8.3 הוצאות אחזקה ופחת של בניינים וציוד הסתכמו במחצית הראשונה של שנת 2013 ב- 218 מיליון ש"ח (220 מלש"ח בתקופה המקבילה אשתקד ו-435 מלש"ח בשנת 2012 כולה). 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.
- 8.8.4 ההוצאות התפעוליות האחרות הסתכמו במחצית הראשונה של שנת 2013 ב-253 מלש"ח (266 מלש"ח בתקופה המקבילה אשתקד ו-557 מלש"ח בשנת 2012 כולה).
- נתתי דעתי לכך שבשל עליית שיעור המע"מ ב-1% החל מחדש יוני 2013, חלה עליה במחירי התשומות והשירותים בכ-1% (הבנק כמוסד כספי אינו מקיז את מס התשומות). עם זאת אני סבור כי עלייה זו תקוז בשל ההשפעה הנמשכת של מאמצי ההתייעלות בבנק שהביאו לירידה נמשכת בסכום ההוצאות התפעוליות והאחרות, כמתואר לעיל. לפיכך, לא שיניתי את ההנחות שנכללו בחוות הדעת הקודמת לפיה בשנים הבאות יהיו שיעורי הגידול בהוצאות אלו כמפורט להלן: ביתרת שנת 2013 – ללא גידול; 2014 – 2%; 2015 ו-2016 – 3% (בדומה לשיעור הגידול בנכסים המניבים).
- התחזית שערכתי מניחה כי יחס הכיסוי בשנת 2016 יגיע לכדי 50.4% (שיעור דומה לזה שהונח בחוות הדעת הקודמת – 50.3%). בשנת 2012 עמד יחס הכיסוי (ללא ההוצאות בגין הפחתות של נכסים בלתי מוחשיים) על שיעור של 57.6%. התחזית מניחה שיעור גידול בהוצאות התפעוליות הגבוה משיעור הגידול בהכנסות התפעוליות, וזאת בעיקר בשל הנחת הגידול בשכר העבודה.

מיסים על ההכנסה

8.9

8.9.1 הבנק הינו מוסד כספי וככזה חייב גם במס רווח, כך ששיעור המס הכולל שחל עליו עד חודש יוני 2013 הינו 35.89%. החל מחודש יוני 2013, בעקבות עליית שיעור המע"מ ל-18% שיעור המס החל על הבנק, כמוסד כספי, לשנת 2013 כולה, הינו 36.44%.

8.9.2 ביום 30 ביולי 2013 אישרה הכנסת את החוק לשינוי סדרי עדיפות לאומיים (תיקוני חקיקה להשגת יעדי התקציב לשנים 2013 ו-2014), התשע"ג-2013. במסגרת החוק הועלה שיעור מס החברות, החל משנת 2014 לשיעור של 26.5% במקום 25%. שיעור המס שיחול על הבנק, כמוסד כספי, משנת 2014 ואילך יהיה, לפיכך, 37.71%.

8.9.3 במחצית הראשונה של שנת 2013, כמו גם בשנים 2009 – 2012 שיעור הוצאות המיסים השוטפים 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%.

8.9.4 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.

שיעור צמיחה קבועה לאינסוף

8.10

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

מחיר ההון

8.11

8.11.1 המשק הישראלי פועל מזה מספר רבעונים בסביבת ריבית נמוכה שבה התשואות על נכסים חסרי סיכון לתקופה של 10 שנים אינן עולות על שיעור של 1.8% צמוד למדד. גם לאחר העלייה בתשואות על אגרות החוב של ממשלת ארה"ב לא חל שינוי מהותי בשיעורי התשואה על אגרות החוב בישראל.

8.11.2 לפיכך, בדומה לחוות הדעת הקודמת, הצבתי בעדכון חוות הדעת הנוכחי מחיר הון הנע בטווח של 10.25% - 11.25%.

8.11.3 ניתוח מקדם הסיכון השיטתי של מניות הבנק מול מדד תל אביב 100 מצביע על ביתא של קרוב לאחד (1.08) בתקופה ספטמבר 2011 – ספטמבר 2013⁴).

⁴המקור – נתוני בלומברג – תצפיות שבועיות.

שיעור התשואה על נכסים חסרי סיכון (הנגזר משיעור התשואה על אג"ח ממשלתיות צמודות לטווח של 10 שנים) הנו כ-1.8% (נכון לחודש ספטמבר 2013)⁵. פרמיית הסיכון המקובלת בשוק ההון בישראל הנה 7.08%. נתונים אלה גוזרים לבנק, לפי נוסחת CAPM, מחיר הון של 8.9% ($7.1\% + 1 \times 1.8\%$). 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.

מחיר ההון שהוצב בחוות דעת זו משקף פרמיית סיכון נוספת בטווח של 1.35% - 2.35%.

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

8.12 השקעה בחברת כרטיסי אשראי לישראל בע"מ

8.12.1 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 30 ביוני 2013, הנו כ-386 מיליוני ש"ח (מזה 79 מיליוני ש"ח מוניתין).

8.12.2 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.

8.12.3 תוצאות הפעילות של כ.א.ל. במחצית הראשונה של שנת 2013 נמוכות במעט מהתוצאות החזויות בהערכת השווי (בגילום שנתי). עם זאת, עיקר הפער נובע מגידול בהוצאות הפחת שאינן תזרימיות. ככל העולה מדוחות כ.א.ל. למחצית הראשונה של שנת 2013, לא אירעו כל שינויים המחייבים לבצע הערכת שווי חדשה. לפיכך, כללתי בעדכון הערכת השווי את השווי הנגזר מההערכה הנ"ל ($418 = 28.2\% \times 1,484$) 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).

8.13 הפרשה מיוחדת

מטעמי זהירות מצאתי לנכון שלא לשנות את ההפרשה המיוחדת הנוספת (מעבר להפרשות שנכללו בדוחות הכספיים של הבנק ליום 30 ביוני 2013) 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

⁵ המקור – אתר בנק ישראל.

⁶ לפי Damodarn פרמיית הסיכון הכוללת בישראל כפי שעודכנה בחודש ינואר 2013 הינה כ-7.08%.

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 ואירלנד. סכום החשיפה המאזנית הכולל של הבנק למדינות אלה ליום 31.06.2013 מסתכם ב-220 מלש"ח. סכום החשיפה החוץ מאזנית של הבנק למדינות אלה מסתכם ב-11 מלש"ח. יושם אל לב כי ביום 31 בדצמבר 2012 היה סכום החשיפה המאזנית של הבנק למדינות אלה 198 מלש"ח וסכום החשיפה החוץ מאזנית 21 מלש"ח.

8.14 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 30.06.13 הינו כ-336 מלש"ח.

לפיכך, מסכום שווי הפעילות המהוון הפחתתי את יתרת הזכויות שאינן מקנות שליטה ליום 30 ביוני - 217 מיליון ש"ח ואת ההתחייבות בגין אופציית המכר בסכום של כ-336 מלש"ח - ס"ה 553 מלש"ח.

9. דירוג ע"י חברת Standard & Poor's Maalot:

בתאריך 6. בנובמבר 2013, פרסמה חברת Standard & Poor's Maalot הודעה על דירוג הבנק הבינלאומי (דירוג מנפיק) ברמה של iiAA/Stable. השיקולים העיקריים לדירוג היו:

חוזקות:

מעמד עסקי הולם במערכת הבנקאות המקומית, איכות אשראי טובה, מבנה מקורות מפורז ויציב וחשיבותו למערכת הפיננסית המקומית.

חולשות:

בסיס הון וקיבולת רווחים בינוניים בהשוואה גלובלית וחשיפת אשראי גבוהה למשק הישראלי שהינו קטן יחסית ובעל פוטנציאל צמיחה מוגבל.

10. 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 30.06.2013, ולא בהערכת שווי חדשה, התוצאות הונו ליום 30.06.2013, ומכפיל ההון חושב ביחס להון הבנק כפי שנכלל במאזן ליום 30.06.2013. זאת באופן עקבי להערכת השווי הקודמת, שבחנה את הסכום בר ההשבה של ההשקעה בבנק נכון ליום 30.06.2013, בהתבסס על הנתונים ליום 31.03.2013.

במאמר מוסגר אציין כי לו היו עומדות לנגד עיני תוצאות הרבעון השלישי של שנת 2013, הייתי מבצע את השוואת הסכום בר ההשבה לשווי בספרים של ההון ליום 30.09.2013 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%	7,460	387	(553)	(100)	7,195
9.75%	7,036	387	(553)	(100)	6,771
10.25%	6,659	387	(553)	(100)	6,393
10.75%	6,321	387	(553)	(100)	6,056
11.25%	6,018	387	(553)	(100)	5,752
11.75%	5,743	387	(553)	(100)	5,477
12.25%	5,493	387	(553)	(100)	5,228

כעולה מעדכון הערכה זו, שווי הבנק הבינלאומי מצוי בטווח של 5,752 – 6,393 מיליוני ש"ח.

ההון העצמי של הבנק ליום 30 ביוני 2013 עומד על 6,590 מיליוני ש"ח. לפיכך, השווי הכלכלי הנ"ל משקף מכפיל הון בטווח שבין 87.3% לבין 97.0%.

התזרים המייצג של הבנק (לאחר מס) הצפוי משנת 2016 ואילך הינו 591 מלש"ח. סכום זה מייצג תשואה להון של כ-8.97%. תשואה זו נמוכה מהתשואה הנדרשת כיום בשוק ההון והמתבטאת בשיעורי היוון של 10.25% - 11.25%.

11. שווי ההשקעה של בנק דיסקונט בבנק הבינלאומי

שווי ההשקעה מחושב על פי חלקו של בנק דיסקונט בהון של הבנק הבינלאומי, נע אפוא בטווח שבין 1,521 ל-1,691 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% - 99.7% מהונו העצמי.

לאחר הפחתה זו נמצא שהשווי המאזני של ההשקעה הינו בטווח של הסכום בר ההשבה שלה.

12. ניתוח רגישות נוסף

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

- א. שינוי של 0.5% בהנחת הצמיחה בנכסים הכספיים המניבים.
 - 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 ההיוון	9.25%	9.75%	10.25%	10.75%	11.25%	11.75%	12.25%
התוצאה הבסיסית	7,195	6,771	6,393	6,056	5,752	5,477	5,228
שינוי כתוצאה מ:							
קיטון של 0.5% בהנחת הצמיחה בנכסים הכספיים המניבים	(206)	(193)	(181)	(171)	(162)	(153)	(146)
ב-2.86%	-2.86%	-2.85%	-2.83%	-2.82%	-2.82%	-2.79%	-2.79%
גידול של 0.1% בשיעור ההפרשה בגין הפסדי אשראי	(563)	(533)	(504)	(480)	(458)	(438)	(420)
ב-7.82%	-7.82%	-7.87%	-7.88%	-7.93%	-7.96%	-8.00%	-8.03%
גידול בשיעור של 0.5% בשיעור הצמיחה הקבועה לאינסוף	412	360	318	282	252	226	203
ב-5.73%	5.73%	5.32%	4.97%	4.66%	4.38%	4.13%	3.88%
קיטון בשיעור של 0.5% בשיעור הצמיחה הקבועה לאינסוף	(364)	(321)	(284)	(254)	(227)	(204)	(186)
ב-5.06%	-5.06%	-4.74%	-4.44%	-4.19%	-3.95%	-3.72%	-3.56%

13. השוואה לחוות הדעת הקודמת:

- 13.1 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	
2,390	2,370	הכנסות ריבית, נטו
304	293	הכנסות מימון אחרות
1,443	1,477	הכנסות תפעוליות ואחרות
4,137	4,140	ס"ה הכנסות
225	222	הוצאות בגין הפסדי אשראי
1,917	1,921	הוצאות שכר
432	436	אחזקת מבנים ופחת
519	548	הוצאות תפעוליות אחרות
3,093	3,126	
1,044 (435)	1,014 (423)	רווח תפעולי לפני מס מסים על ההכנסה
609	591	תזרים תפעולי לאחר מס

13.2 התזרים "המייצג" הצפוי שהונח בחוות דעת זו נמוך מזה שהונח בחוות הדעת הקודמת בכ-3%.

סיכום חוות הדעת

14. לאור האמור לעיל הגעתי לכלל דעה, שהשווי בר ההשבה של השקעת בנק דיסקונט בבנק הבינלאומי הנו בטווח של 87.3% ל-97.0% מחלקו של בנק דיסקונט בהון העצמי של הבנק הבינלאומי ליום 30 ביוני 2013. מאחר והשווי המאזני בו רשומה ההשקעה בספרי בנק דיסקונט הינו בטווח של הסכום 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.

15. 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.

16. ידוע לי שאתם עשויים לעשות שימוש בחוות דעתי לצורך עריכת הדוחות הכספיים של בנק דיסקונט ליום 30 בספטמבר 2013. כמו כן, אני מסכים כי חוות דעתי תאוזכר בדוחות הכספיים האמורים, תצורף אליהם ותועמד לעיון הציבור.

17. אציין כי אין לי עניין אישי במניות בנק דיסקונט לישראל בע"מ או במניות הבנק הבינלאומי הראשון לישראל בע"מ.

18. בין השנים 2003 – 2006, בתקופה נובמבר 2008 – מאי 2009 ובתקופה נובמבר 2011 – אוגוסט 2013, ערכתי עבור בנק דיסקונט לישראל הערכות שווי להחזקותיו בבנק הבינלאומי הראשון.

19. 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.

מבשרכה,

פרופ' יורם עדן, רו"ח

תאריך: 25 בנובמבר 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				7-12	
ואילך	2016	2015	2014	2013	
	100,013	97,100	94,271	92,423	נכסים כספיים מניבים
	2,370	2,301	2,234	1,095	הכנסות ריבית, נטו
	293	287	282	138	הכנסות מימון אחרות
	1,477	1,448	1,420	710	הכנסות מעמלות
	4,140	4,036	3,935	1,943	ס"ה הכנסות
	222	215	209	161	הוצאות בגין הפסדי אשראי
	1,921	1,856	1,793	866	הוצאות שכר
	436	436	436	218	אחזקת מבנים ופחת
	548	532	516	253	הוצאות תפעוליות אחרות
	3,126	3,039	2,954	1,498	
	1,014	998	981	445	רווח תפעולי לפני מס
	423	416	409	180	מסים על ההכנסה
	598	591	572	265	תזרים תפעולי נקי

נספח ג' – חישוב תזרימי המזומנים המהווים

ש"ח	2017		7-12				שיעור ההיוון
	ואילך	2016	2015	2014	2013		
7,460	5,737	453	487	523	259		9.25%
7,036	5,326	447	483	521	259		9.75%
6,659	4,962	441	478	519	259		10.25%
6,321	4,638	435	474	516	258		10.75%
6,018	4,347	429	470	514	258		11.25%
5,743	4,084	424	466	512	258		11.75%
5,493	3,847	418	462	509	257		12.25%