

08 פברואר 2010

לאומי

מחיר	16.04
מחיר יעד	20.16
המלצה	קניה
המלצה קודמת	סיקור ראשוני

נתוני מסחר

שווי שוק	23,959.9
גבוה שנתי	17.98
נמוך שנתי	6.40
מחזור יומי	85.5

בעלי עניין

מדינת ישראל	11.5%
שלמה אליהו	9.6%

אנחנו מתחילים לסקר את בנק לאומי בהמלצת קנייה. ההמלצה שלנו מתבססת על צפי להצפת ערך משמעותית שניתן להפיק מהבנק.

הבנק צפוי להציג תשואה על ההון מפעילויות שוטפות של 12% ב-2010 גבוהה משמעותית מפועלים ומבנק דיסקונט. הבנק גם ייהנה כנראה מרווח חד פעמי בגין מכירת פז שיכולה להוסיף 1% נוסף לתשואה על ההון.

תשואת הדיבידנד של הבנק בשנים הבאות צפויה להיות נדיבה מאד לדעתנו. הלימות הון של 8.4%, גבוהה מזו של פועלים ודיסקונט (שניהם באיזור 7.4%), תאפשר לבנק לצמוח וגם לחלק דיבידנדים.

רמת ההפרשות לחומ"ס נראית גבוהה ביחס למתחרים. יחס הכיסוי (יתרת הפרשות / חוב בעייתי ללא השגחה מיוחדת) עומד על 286% לעומת 163%-141% בדיסקונט ובפועלים. שחרור עודפי ההפרשות העומד על כ-3 מיליארד ש"ח להערכתנו, מהווה מקור נוסף לתזרים דיבידנד עתידי.

בנוסף לתשואת דיבידנד שוטפת, במקרה שהבנק יעבור לידיים פרטיות, ניתן לצפות גם לדיבידנד חד פעמי גבוהה עקב חיסול תיק האחזקות הריאליות (חברה לישראל ומגדל). לכן, אנחנו חושבים שהממשלה לא תתקשה למכור את יתרת אחזקתה בבנק.

מחיר היעד שלנו עומד על 20.16 ש"ח למניה (מורכב מ-15.89 ש"ח עבור הפעילות הבנקאית שמשקף מכפיל הון של 1.1 לפעילות הליבה + 2.85 ש"ח למניה עבור האחזקות הריאליות +1.38 ש"ח בגין עודפי הפרשות)

לאומי מול מדד מעוף



Key Metrics	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
Net Interest Income	6,922	7,648	6,380	7,264	8,329
Non-Interest Income	3,871	4,222	2,800	4,485	4,323
Total Banking Income	10,793	11,870	9,180	11,749	12,653
Non-Interest Expense	7,257	6,937	7,003	7,121	7,334
Operating profit before tax	2,603	4,526	32	3,046	3,801
Provisions (LLPs)	933	407	2,145	1,582	1,517
NI (excl. x-items)	1,454	2,984	-158	2,067	2,580
EPS (Stated)	2.50	2.37	0.07	1.46	1.97
EPS (excl x- items)	1.03	2.11	-0.11	1.46	1.82
P/E (x) (adj)	15.8x	7.7x	-145.5x	11.1x	8.9x
ROE-(exl. x- items)	8.7%	16.1%	-0.8%	10.5%	12.0%
ROA-(exl. x- items)	0.52%	1.01%	-0.05%	0.65%	0.79%
P/B (x)	1.37x	1.23x	1.28x	1.16x	1.07x
DPS	1.80	1.19	0.03	0.00	0.79
Dividend Yield	11.1%	7.3%	0.2%	0.0%	4.8%



08 פברואר 2010

פועלים

מחיר	16.00
מחיר יעד	18.35
המלצה	תשואת יתר
המלצה קודמת	סיקור ראשוני

נתוני מסחר

שווי שוק	21,124.4
גבוה שנתי	17.10
נמוך שנתי	6.45
מחזור יומי	89.7

בעלי עניין

אריסון אחזקות	20%
מלח	5.7%

אנחנו מתחילים לסקר את בנק הפועלים בהמלצת תשואת יתר.

בנק הפועלים הנמיק ציפיות בכל הנוגע ליעדי תשואה. הבנק צופה תשואה על ההון "low to middle double digits" כלשונו, קרי 11%-14% בשנים הבאות.

הצורך להעמיק את החדירה במגזר הקמעונאי (במיוחד במשכנתאות) ובבנקאות מסחרית ידרוש כנראה השקעות לא מבוטלות. הבנק מתכוון לשמור על רמת הוצאות תוך מאמצי חסכון שיקזזו את ההשקעות הללו. חשוב לזכור שהבנק פחות גמיש בנושא רמת הוצאות השכר לאחר וויתורי הוועד בשנים האחרונות (שהסכים לתוכנית פרישה מרצון ב-2008 וויתר על העלאת שכר ב-2009/2010)

רמת ההפרשות לחומ"ס בבנק נראית נמוכה יחסית למתחריו. יחס הכיסוי (יתרת הפרשות / חוב בעייתי ללא השגחה מיוחדת) עומדת על 141% לעומת 286% ו-163% בלאומי ודיסקונט. אנחנו צופים שהבנק יצטרך להפריש סכומים גבוהים לחומ"ס גם ב-2010 כדי לעבות את יחס הכיסוי.

על אף האמור, הודות לשכבת הנהלת הביניים (middle management) שגלומות בה יכולת ביצוע טובות, הרווח הנקי של בנק הפועלים עשוי להפתיע לטובה לעומת הצפי שלנו.

אנחנו לא צופים שהבנק יחלק דיבידנדי השנה- בעקבות ההפסדים בגין 2008 לא ניתן לחלק דיבידנדים עבור שנת 2009 ו-2010 לפי ההנחיות של בנק ישראל.

מחיר היעד שלנו עומד על 18.35 ש"ח למניה. בדומה ללאומי זה משקף מכפיל הון של 1.1 המתבסס על תשואה על ההון של 12% דרך מחזור העסקים. מחיר יעד שלנו מתחשב בעובדה שפרופיל הסיכון של הבנק יירד (כפי שמשקף ביעד התשואה על ההון) כך שבעתיד לאומי ופועלים יציגו תוצאות דומות דרך מחזור העסקים. זאת בניגוד למגמה שראינו בעשור הקודם כשפועלים חתרה לתשואות גבוהות יותר תוך נקיטת רמת סיכון גבוהה מזו של לאומי.

פועלים מול מדד המעוף



Key Metrics	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
Net Interest Income	7,579	6,933	3,256	6,590	7,871
Non-Interest Income	5,371	5,250	4,655	5,304	5,455
Total Banking Income	12,950	12,183	7,911	11,893	13,326
Non-Interest Expense	7,632	7,940	8,147	7,632	7,949
Operating profit before tax	4,332	3,730	-1,756	2,163	3,444
Provisions (LLPs)	986	513	1,520	2,099	1,933
NI (excl. x-items)	2,496	2,328	-1,469	1,276	2,177
EPS (Stated)	2.66	2.12	-0.68	0.99	1.66
EPS (excl x- items)	1.98	1.85	-1.12	0.97	1.66
P/E (x) (adj)	8.1x	8.7x	-14.3x	16.5x	9.7x
ROE-(exl. x- items)	14.5%	12.6%	-7.8%	6.6%	10.3%
ROA-(exl. x- items)	0.89%	0.79%	-0.48%	0.41%	0.67%
P/B (x)	1.16x	1.12x	1.12x	1.05x	0.95x
DPS	1.44	1.06	0.00	0.00	0.00
Dividend Yield	9.0%	6.6%	0.0%	0.0%	0.0%



08 פברואר, 2010

מזרחי	
מחיר	33.60
מחיר יעד	49.39
המלצה	קניה
המלצה קודמת	סיקור ראשוני

נתוני מסחר	
שווי שוק	7,548.9
גבוה שנתי	37.21
נמוך שנתי	17.45
מחזור יומי	26.9

בעלי עניין	
וורטהיים	20.2%
עופר	19.9%
לין אחזקות	5.8%

אנחנו מתחילים לסקר את בנק מזרחי בהמלצת קניה. מכפיל ההון של הבנק אמנם גבוהה ביחס ליתר מתחריו אבל יש סיבות טובות לכך

לדעתנו, מכפיל ההון הגבוהה משקף בעיקר את פרמיית הניהול של מזרחי פרמיה זו באה לידי ביטוי ביכולות טובה לנהל את רמת ההוצאות וביציבות בהכנסות מימון.

מכפיל ההון אינו משקף בצורה מלאה את תמהיל העסקים המוטה משכנתאות שחרור הון בעקבות בזל II (הקלות בדרישות הון להלוואות דיור) צפויה לשפר את התשואה על ההון במזרחי בצורה משמעותית. החישובים שלנו מראים שהבנק יכול להשיג תוספת של 2% לתשואה על ההון תחת המודל הסטנדרטי של בזל II (בהנחה שעודפי ההון מחולקים כדיבידנד).

הגידול בביקוש למשכנתאות אמור להתרכז באזורים ובאוכלוסיות בהם למזרחי יש נוכחות חזקה כך שהפגיעה בבנק כתוצאה מהתחרות הגוברת בענף תהיה מתונה יחסית. אנחנו לא צופים התחדשות של מלחמת מחירים חריפה כפי שקרה בשנת 2008, כשדיסקונט כבש נתח שוק. הפועלים מתכוון להגדיל את נתח השוק בתחום המשכנתאות בעיקר דרך פניה ללקוחות הבנק (רק 30% מלקוחות פועלים לוקחים משכנתא דרך הבנק).

בעבר היו לנו חששות לגבי השימוש של ההון העודף לצורך ביצועי רכישות ומיזוגים אבל אחרי שבנק ישראל סתם את הגולל על האפשרות למיזוג עם בנק אחר או חברת ביטוח, נדמה לנו שרוב ההון הפנוי יגיע לכיסים של המשקיעים דרך תזרים דיבידינד מוגבר בשנים הבאות

מחיר היעד שלנו עומד על 49.39 ש"ח למניה (משקף מכפיל הון של 1.7 המתבסס על תשואה על ההון של 16% דרך מחזור העסקים)

מזרחי מול מדד המעוף



Key Metrics (NIS m)	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
Net Interest Income	1,987	2,026	2,289	2,327	2,674
Non-Interest Income	1,215	1,190	1,229	1,460	1,541
Total Banking Income	3,202	3,216	3,518	3,787	4,215
Non-Interest Expense	2,117	1,938	2,153	2,457	2,374
Operating profit before tax	780	1,050	970	974	1,483
Provisions (LLPs)	305	228	395	356	358
NI (excl. x-items)	427	681	601	610	923
EPS (Stated)	2.94	4.08	2.70	2.74	4.14
EPS (excl x- items)	1.95	3.06	2.70	2.74	4.14
P/E (x) (adj)	17.4x	11.1x	12.6x	12.4x	8.2x
ROE-(exl. x- items)	8.8%	12.8%	10.4%	9.7%	13.5%
ROA-(exl. x- items)	0.48%	0.73%	0.57%	0.52%	0.76%
P/B (x)	1.49x	1.36x	1.27x	1.15x	1.06x
DPS	1.48	2.04	0.67	0.00	1.66
Dividend Yield	4.4%	6.0%	2.0%	0.0%	4.9%



08 פברואר, 2010

אנחנו מתחילים לסקר את בנק דיסקונט בהמלצת תשואת שוק.

בנק דיסקונט השתפר מאד בשנים האחרונות והתשואה על ההון מפעילויות שוטפות עקפה את זו של בנק הפועלים ובנק לאומי בשנת 2008 וכנראה גם בשנת 2009. לכן, על אף שהמניה נמצאת בטווח העליון ההיסטורי במונחי מכפיל הון, היא לא בהחלט יקרה

בכל זאת אנחנו בדעה שבמהלך 2010 המניה תהיה פחות אטרקטיבית באופן יחסי לעומת הבנקים האחרים. בנק לאומי ומזרחי צפויים להציג תשואה על ההון גבוהה יותר מדיסקונט ב- 2010. בנק הפועלים יציג תשואה דומה לזו של דיסקונט – אבל אנחנו מעריכים שהסיכוי שבנק הפועלים יפתיע לטובה גבוהה מזו של בנק דיסקונט.

בדומה לפועלים הגמישות של הבנק ברמות שכר נמוכה בעקבות הוויתורים מול הוועד ב-2009 והלוחמניות של העומד בראשו.

אנחנו מצפים להאטה בקצב גידול מתחום כרטיסי האשראי (כ.א.ל.) עקב הבעיות שהתגלו בפעילויות הבינלאומיות והחוץ בנקאי. לא ניתן לשלול ירידה אבסולוטית ברמת הרווח מ-כ.א.ל. ב- 2010 ההכנסות מהפעילות הבינלאומיות צמחו בשיעור של 49% לעומת 2008 (בהשוואה לצמיחה של 8% בסך הכנסות כ.א.ל.) והגיעו ל- 137 מיליון ש"ח (19% מסך ההכנסות) בתשעת החודשים הראשונים של 2009. הרווח הנקי מהפעילות הבינלאומית ל-30 לספטמבר 2009 הסתכם ב-49 מיליון ש"ח (26% מסך הרווח של כ.א.ל.)

בנוסף, המניה כנראה תסבול מלחץ של מכירות ע"י הממשלה. ההחלטה של הממשלה לרדת מאחזקתה בבנק גם מגבילה את קצב הצמיחה של הבנק. דיסקונט, שסובל מיחס הון עצמי/לסך מאזן הנמוך במערכת, תיכנן לגייס הון מניות כדי לתמוך בהמשך התרחבות תיקי האשראי דבר שנראה קשה ליישום נוכח הכוונה של המדינה להמשיך להפיץ את יתרת אחזקתה בבנק.

דיסקונט	
מחיר	8.28
מחיר יעד	9.56
המלצה	תשואת שוק
המלצה קודמת	סיקור ראשוני

נתוני מסחר	
שווי שוק	8,198.1
גבוה שנתי	9.33
נמוך שנתי	2.47
מחזור יומי	33.2

בעלי עניין	
קבוצת ברונמפמן	26%
מדינת ישראל	20%

דיסקונט מול מדד המעוף



Key Metrics (NIS m)	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
Net Interest Income	3,790	4,225	4,127	4,527	4,838
Non-Interest Income	2,359	2,572	2,490	3,055	3,069
Total Banking Income	6,149	6,797	6,617	7,582	7,907
Non-Interest Expense	5,020	5,066	5,265	5,316	5,500
Operating profit before tax	559	1,284	572	1,297	1,446
Provisions (LLPs)	570	447	780	969	961
NI (excl. x-items)	315	707	255	977	1,033
EPS (Stated)	0.85	1.29	0.25	0.98	1.05
EPS (excl x- items)	0.32	0.72	0.26	1.00	1.05
P/E (x) (adj)	26.0x	11.6x	32.1x	8.4x	7.9x
ROE-(exl. x- items)	4.3%	8.2%	2.8%	10.5%	10.1%
ROA-(exl. x- items)	0.20%	0.43%	0.15%	0.52%	0.53%
P/B (x)	1.03x	0.89x	0.93x	0.84x	0.76x
DPS	0.00	0.00	0.25	0.00	0.00
Dividend Yield	0.0%	0.0%	3.0%	0.0%	0.0%



פרטי אנשי קשר:

<p>דני פרחי, מנהל ישיר: 03-7778241 נייד: 054-3443000 danf@meitav.co.il</p>	<p>ברק טפר, אג"ח ישיר: 03-7778263 נייד: 050-5785332 barakt@meitav.co.il</p>
<p>טרנס קלינגמן, מחקר ישיר: 073-7778389 נייד: 054-4631793 terencet@meitav.co.il</p>	<p>אייל הדר, אג"ח ישיר: 03-7778059 נייד: 054-6546586 eyalh@meitav.co.il</p>
<p>ניר זוננברג, מחקר ישיר: 03-7778261 נייד: 050-5735140 nir@meitav.co.il</p>	<p>יובל צבר ישיר: 03-7778026 נייד: 054-2327781 yuvalts@meitav.co.il</p>
<p>יגאל ארליך, מניות ישיר: 03-7778207 נייד: 050-2620610 ygale@meitav.co.il</p>	

פרטי התאגיד המורשה במסגרתו מועסק מכין עבודות האנליזה:

מיטב ברוקראז' בע"מ
רחוב ברקוביץ' 4, תל-אביב
טלפון: 03-7778200

גילוי נאות והערות כלליות

מסמך זה הוכן על-ידי מיטב ברוקראז' בע"מ, בהסתמך על מידע אשר נאסף ו/או מתבסס על מידע הזמין לציבור ממגוון מקורות. מיטב ניהול השקעות בע"מ מניחה שמידע זה הוא מהימין ואינה מבצעת בדיקה עצמאית של המידע. האמור במסמך זה כולל הערכות, אומדנים ו/או תחזיות. מסמך זה אינו מתיימר להיות ניתוח מלא של כל העובדות והנסיבות הקשורים בו והדעות המובאות בו, כולן או חלקן, עשויות להשתנות ללא מתן הודעה נוספת. קורא מסמך זה אינו יכול להניח כי הסתמכות על המסמך או שימוש בו יצרו עבורו רווחים. **מיטב ברוקראז' בע"מ, כל חברה הנשלטת על-ידיה, במישרין ובעקיפין, נושא משרה ועובד במי מהן אינם אחראיים לכל נזק, אובדן, הפסד או הוצאה מכל סוג שהוא, לרבות ישיר ועקיף, שייגרמו למי שמסתמך על האמור במסמך זה או השתמש בו, כולו או חלקו.** מסמך זה אינו מהווה תחליף לייעוץ אישי המתחשב בנתונים ובצרכים המיוחדים של כל אדם, ועל כל אדם להתייעץ עם יועץ ו/או משווק השקעות בכל הנוגע לביצוע פעולה בניירות ערך או בנכסים פיננסיים. מסמך זה אינו מהווה הצעה או המלצה להחזיק, רכישה או מכירת נייר ערך או נכס פיננסי או לביצוע כל עסקה בהם. מיטב ניהול השקעות בע"מ היא חברה בת בבעלות מלאה של מיטב בית השקעות בע"מ. מיטב בית השקעות בע"מ, וכן חברות שבשליטתה, הישירה או העקיפה, עוסקות, בין היתר, בניהול תיקי לקוחות, ניהול קרנות נאמנות, ניהול קופות גמל, ניהול קרנות השתלמות, ניהול קרנות פנסיה, הנפקת מכשירים פיננסיים וחיתום, ועשוי להיות למי מהן או למי מבעלי השליטה, נושאי המשרה או העובדים בהן, עניין אישי במסמך זה, לרבות החזקה ו/או רכישה ו/או מכירה ו/או ביצוע עסקה, בהתאם למגבלות הדין, עבור עצמם ו/או עבור אחרים, בניירות ערך ו/או בנכסים פיננסיים הנזכרים במסמך. כן, עשויה מיטב בית השקעות בע"מ, חברות בשליטתה, הישירה או העקיפה, ובעלי שליטה, נושאי משרה או עובדים במי מהן להיות בעלי קשרים עסקיים עם התאגידים הנזכרים במסמך זה או הקשורים בהם, לרבות לקבל או להעניק להם שירותים שונים. כל הזכויות, לרבות זכויות הקניין הרוחני, במסמך זה ובתוכנו, שייכות למיטב ניהול השקעות בע"מ ו/או למיטב בית השקעות בע"מ ו/או לאחת או יותר מהחברות אשר בשליטתה, הישירה או העקיפה, ואין לעשות בו כל שימוש שהוא, לרבות להפיצו ולהעתיקו, ללא קבלת אישור מראש ובכתב.



ניגוד עניינים

מיטב ברוקראז' בע"מ ו/או תאגיד קשור אליה החזיק, במועד פרסום עבודת האנליזה או במהלך 30 יום שקדמו למועד הפרסום, בחשבונות הנוסטרו שלהם או בחשבונות מנוהלים על-ידם, החזקה מהותית בסוג מסוים של ניירות ערך של התאגידים הנסקרים. בשנה שעברה תאגיד קשור למיטב ברוקראז' בע"מ נטל חלק בהנפקות ציבוריות של החברות בזק, סמייל ופרטנר ו/או חברות הקשורות להן. בשנה הקרובה תאגיד קשור למיטב ברוקראז' בע"מ עשוי להשתתף בהנפקות של ני"ע של התאגידים הנסקרים.

סולם המלצות

קניה - ביצוע יתר משמעותי מעל השוק בשנה הקרובה
תשואת יתר - ביצוע יתר מעל השוק בשנה הקרובה
תשואת השוק - תשואה דומה לשוק בשנה הקרובה
תשואת חסר - ביצוע חסר לעומת השוק בשנה הקרובה
מכירה - ביצוע חסר משמעותי לעומת השוק בשנה הקרובה

פרטי מכין עבודת האנליזה

טרנס קלינגמן
 ברקוביץ 4 ת"א טל: 03-7778200
 terencek@meitav.co.il
השכלה: B.Com (1993), B.Com (Hons) (1994) with distinction, University of the Witwatersrand, South Africa
ניסיון מקצועי: 14 שנים, מתוכם כ-5 שנים במחקר ו-8 שנים בתפקידים ניהוליים במערכת הבנקאית בדרא"פ ובישראל.
מס רישיון: 9002
עצמאות שיקול הדעת: אני, טרנס קלינגמן, רישיון מס' 9002, מצהיר בזאת שהדעות המובעות בעבודת אנליזה זו משקפות נאמנה את דעותיי האישיות על ניירות הערך המסוקרים ועל התאגיד שהנפיק ניירות

בנקים

שיטות הערכה:

בנקים: מודל של תשואה על ההון מייצג ממנו נגזר מכפיל ההון

סיכונים שונים העשויים להשפיע מהותית על מחיר היעד:

בנקים

1. שינוי בשיעורי ריבית - משפיעים על שיעורי ההיוון במודל וגם על רווחי המימון של הבנקים
2. התפתחויות מקרו כלכליות - הבנקים תלויים במידה רבה בכושר החזר של הלווים שנגזרת מחוסן המשק. הרעה במצב הכלכלית באה לדיד ביטוי בגידול בהוצאות בעיקר דרך הפרשות לחומ"ס.
3. שינוי בסביבי רגולטוריות- מערכת הבנקאית מפוקח בעיקר ע"י בנק ישראל וגופים רגולטוריים נוספים. דרישות רגולטוריות חדשות יכולות להגביל תחומי פעילויות ולגרום להוצאות משמעותיות
4. חקיקה - התערבות מצד הגוף המחוקק (הכנסת) יכולה להגביל
5. כח אדם- עובדים בתעשייה הבנקאית (כולל בבנק ישראל) מאוגדים היטב דבר המקשה על התאמת רמת ההוצאות למצב העיסקי ולעיתים רחוקות יכולים להביא לשביתות עבודה הפוגעות תדמיתית ותפעולית בבנקים.

היסטורית המלצות

חברה	תאריך	המלצה	מחיר יעד	מחיר מניה
בנק לאומי	08 פברואר 2010	סיקור ראשוני- קניה	20.16	16.04
בנק הפועלים	08 פברואר 2010	סיקור ראשוני- תשואת יתר	18.35	15.79
בנק מזרחי	08 פברואר 2010	סיקור ראשוני - קניה	49.39	33.60
בנק דיסקונט	08 פברואר 2010	סיקור ראשוני- תשואת שוק	9.56	8.28

