

# הערכת שווי בנק דיסקונט לישראל בע"מ ל- 31.12.2025 באמצעות מודל היוון תזרימי הדיבידנד העתידיים

אי לראות בכתבה זו המלצה או תחליף לשיקול דעתו העצמאי של הקורא, או הצעה או שיווק השקעות או ייעוץ השקעות!!!!



מערך השווי **רוני פולניצר** אומד את שווי מניית דיסקונט ליום ה- 31 בדצמבר 2025 על בסיס מודל ה- DDM.

אופק היוון	5 שנים	לצנח לאחר 5 שנים
שיעור התשואה להון	12.66%	10.10%
שיעור חלוקת הדיבידנד	42.30%	60.00%
שיעור ההשקעה מחדש	57.70%	40.00%
שיעור הצמיחה הצפוי	7.31%	4.04%
הביטא	1.07	1.07
עלות הון עצמי	11.84%	11.84%

תחילה, נאמוד את שווי מניית הבנק בשלב הצמיחה הגבוהה (משנת 2026 ועד שנת 2030 כולל מהוון לסוף שנת 2025)

	2030E	2029E	2028E	2027E	2026E	2025A
שיעור התשואה להון	12.66%	12.66%	12.66%	12.66%	12.66%	12.66%
שיעור ההשקעה מחדש	57.70%	57.70%	57.70%	57.70%	57.70%	57.70%
שיעור צמיחת הרווח	7.31%	7.31%	7.31%	7.31%	7.31%	7.31%
רווח למניה	4.78	4.45	4.15	3.87	3.61	3.36
שיעור חלוקת הדיבידנד	42.30%	42.30%	42.30%	42.30%	42.30%	42.30%
דיבידנד למניה	2.02	1.88	1.76	1.64	1.53	1.42
אופק היוון	4.5	3.5	2.5	1.5	0.5	
שיעור הון	11.84%	11.84%	11.84%	11.84%	11.84%	
תזרימי דיבידנד מהוון	1.22	1.27	1.33	1.38	1.44	
שווי המניה בשלב הצמיחה הגבוהה	6.65					

כעת, נאמוד את שווי מניית הבנק בשלב הצמיחה היציבה. לשם כך, תחילה נאמוד שלושה פרמטרים עבור שלב זה:

- g** - שיעור הצמיחה הפרמנטית הנומינלית בישראל נאמד על פי שיעור התשואה לפדיון (ברוטו) של מק"מ של בנק ישראל אשר משך החיים הממוצע שלו (מח"מ, Duration) עמד על 13 שבועות נכון ל- 31.12.2025. שיעור זה נאמד ב- **4.04%**.
- (1 - b)** - בדורות הכספיים של הבנק לשנת 2025 נכתב כי מדיניות חלוקת הדיבידנד של הבנק היא לחלק עד **60.00%** מהרווח הנקי הרבעוני הנובע מפעולות רגילות.
- ROE** - שיעור התשואה להון התקבל מחלוקת ה- **g** ב- **b** ונאמד ב- **10.10%**.

כעת, ניגש לחישוב שווי מניית הבנק בשלב הצמיחה הגבוהה (משנת 2031 לאינסוף מהוון לשנת 2030 ומשם מהוון בחזרה לשנת 2025).

	2031E	2030E	2025A
שיעור התשואה להון	10.10%	12.66%	12.66%
שיעור ההשקעה מחדש	40.00%	57.70%	57.70%
שיעור צמיחת הרווח	4.04%	7.31%	7.31%
רווח למניה	4.97	4.78	3.36
שיעור חלוקת הדיבידנד	60.00%	42.30%	42.30%
דיבידנד למניה	2.98	2.02	1.42
שיעור הון	11.84%	11.84%	
שיעור צמיחת הדיבידנד	4.04%		
ערך שיר	38.25		
אופק היוון	4.5		
שיעור הון	11.84%		
שווי המניה בשלב הצמיחה היציבה	23.12		

מסך הצברם של שווי המניה בשלב הצמיחה הגבוהה (6.65) שם **למניה** (שווי המניה בשלב הצמיחה היציבה **23.12**) שם **למניה**, מתקבל ששווי הפנימי של מניית דיסקונט על פי מודל ה- DDM הדו-שלבי (תזרימי הדיבידנד העתידיים הצפויים בגינה מהוונים בשיעור היוון סביר) נאמד בכ- **29.77** שם **למניה**, בעוד ששער הנעילה של מניית דיסקונט בבורסה נכון ל- 10.3.2026 עמד על **35.00** שם **למניה**. המסקנה הנגזרת מכך היא שעל פי חישובי מניית דיסקונט נסחרה ב- 10.3.2026 בבורסה (**35.00** שם **למניה**) בפרמיה של **17.58%** ביחס לשווי שהתקבל מהמודל שלי (**29.77** שם **למניה**) נכון ל- 31.12.2025.

לסיכום, מניסיוני כמעריך שווי תאגידים ומניית ברב המקרים שבדקתי זיוק מודל ה- DDM הדו-שלבי מספק את התוצאות הקרובות ביותר למחירי השוק של מניית ה- **5** הבנקים הגדולים בבורסה לניירות ערך בתל אביב, אשר מודל ה- DDM הדו-שלבי יחד עם זאת, נמקרה של מניית דיסקונט נכון ל- 31.12.2025 עולה כי זיוק מודל ה- DDM הדו-שלבי מספק אומדן טוב יותר לשווי הפנימי של מניית הבנק על פי מודל ה- DDM הדו-שלבי.

הכותב הוא מייסד ומנכ"ל חברת המערכת לשיעור השווי והאקטוארים הפיננסיים בישראל (IAVFA). ספרו "המדריך למערכת שווי תאגידים", שנכתב בשיתוף עם האקטואר יוסי דקל ויצא לאור בהוצאת עצמית (עצמאית), זכה להצלחה רבה, ולדברי ד"ר שנהב מילר מאוניברסיטת בן-גוריון הוא מהווה "סטנדרט בתחום".

**β** - כמות הסיכון. הביטא של הבנק משקפת את מידת הסיכון השיטתי הקיים בו. התחשיב נעשה על פי נתוני מסחר של 100 ימים לאחר. ערך הביטא שנקבע הנו **1.07** (ערך מבחן  $t = 9.215$ ). אנו מעריכים כי אומדן ביטא למניית הבנק של **1.07** מייצג היטב את הסיכון הסיסטמטי של מניית הבנק, ומבחן  $t$  מצביע על עצמת האומדן (בהסתברות 95% בין 0.84 לבין 1.30).

**E(Rm - Rf) - מחיר הסיכון**. פרמיית הסיכון הממוצעת המאפיינת את השוק הישראלי בשיעור של **6.30%** נקבעה לפי ציטוטי ארתור של Damodaran מ- NYU לתאריך 31.12.2025.

**ARP** - פרמיית סיכון נוספת (בגין קוטנו של הבנק ביחס לחברות ציבוריות בארה"ב) בשיעור של **0.40%**. נקבעה לפי ציטוטי חברת Kroll לתאריך 31.12.2025.

כעת נחשב את **Re**:

$$Re = 4.71\% + 1.07 \cdot 6.30\% + 0.40\% = 11.84\%$$

למעשה ה- **Re** שאמדנו לעיל הוא שיעור התשואה הנדרש ע"י משקיעים במניית הבנק, עבור רמת סיכון מתאימה של מניית הבנק. לחילופין, משמש שיעור זה לתיוון תזרימי הדיבידנד העתידיים הצפויים ממניית הבנק, שכן הוא מייצג את רמת הסיכון של מניית הבנק. שיעור היוון זה מסומן במודל ה- DDM באות **k**. כעת נחשב את שווי מניית דיסקונט ל- 31.12.2025 על בסיס מודל ה- DDM החד-שלבי:

	2026E	2025A
שיעור התשואה להון	12.66%	12.66%
שיעור ההשקעה מחדש	57.70%	57.70%
שיעור צמיחת הרווח	7.31%	7.31%
רווח למניה	3.61	3.36
שיעור חלוקת הדיבידנד	42.30%	42.30%
דיבידנד למניה	1.53	1.42
שיעור הון	11.84%	
שיעור צמיחת הדיבידנד	7.31%	
ערך שיר	33.64	
שווי המניה במודל החד-שלבי	33.64	

קיבלנו שהשווי הפנימי של מניית דיסקונט על בסיס מודל ה- DDM החד-שלבי (תזרימי הדיבידנד העתידיים הצפויים בגינה מהוונים בשיעור היוון סביר) נאמד נכון ל- 31.12.2025 ב- **33.64** שם **למניה**, בעוד שמחירי השוק של מניית דיסקונט (המשתקף משער הנעילה של המניה בבורסה לני"ע בתי"א) נכון ל- 10.3.2026 עמד רק על **35.00** שם **למניה**.

**המסקנה הנגזרת מכך היא שעל פי חישובי מניית דיסקונט נסחרה ב- 10.3.2026 בבורסה (35.00 שם למניה) בפרמיה של 4.04% ביחס לשווי שהתקבל מהמודל שלי (33.64 שם למניה) נכון ל- 31.12.2025. מהיה.**

**לע פניו נראה שמודל ה- DDM החד-שלבי מתאים להערכת שווי מניית דיסקונט!!!!** לשם בדיקת סבירותו, מעריך את שווי המניה גם על פי מודל ה- DDM הדו-שלבי.

**הערכת שווי מניית דיסקונט ל- 31.12.2025 על פי מודל ה- DDM הדו-שלבי**

כפי שראינו שיעור הצמיחה הצפוי של רווחי הבנק בהתבסס על שיעור תשואה להון של **12.66%** לשנה ושיעור השקעה מחדש של **57.70%** הוא **7.31%** לשנה. שיעור צמיחה זה גבוה בהרבה משיעור הצמיחה הפרמנטית הנומינלית בישראל כיום (סביב ה- **4%**). מודל ה- DDM הדו-שלבי מניח כי ב- **5** השנים הקרובות הבנק ימשיך להיות בשלב הצמיחה הגבוהה (High Growth Phase) והחל משנה **6** ואילך הבנק יהיה בשלב הצמיחה היציבה.

לפיכך עלינו לאמוד את הפרמטרים של מודל ה- DDM עבור כל אחד משלבי הצמיחה השונים ולאחר מכן לבצע הערכת שווי למניית הבנק תחת כל אחד משלבי צמיחה אלה. שווי מניית הבנק במודל ה- DDM הדו-שלבי נאמד כשך הצברם של שווי המניה בשלב הצמיחה הגבוהה ושווי המניה בשלב הצמיחה היציבה, בערכים נוכחיים. הלקן תשומות כלליות הנכונות ל- 2 שלבי הצמיחה:

- ריבית חסרת הסיכון ארוכת הטווח = **4.71%**
- פרמיית סיכון בשוק הון בישראל = **6.30%**
- פרמיית גודל = **0.40%**
- הרווח למניה הנוכחי = **3.36** שם.
- הדיבידנד למניה הנוכחי = **1.42** שם.

שבוע פגשתי קולגה שהזכיר לי שבהיותי עוזר מחקר של ד"ר שלמה ליפשיץ ז"ל לא רק כתבת מאמרים למכון יוסף קסירר למחקר בחשבונאות ובכתב העת "סינונימי פיננסי" ולא רק יצרת בסיס נתונים על בסיס נתוני 5 הקבוצות הבנקאיות הגדולות בישראל שעליו ביצעתי מחקרים אמפיריים תוך שימוש בשיטות האקטואריות, אלא שבעקבות התמחתי בהערכת שווי מניות הבנקים הגדולים בישראל. מכאן אני רוצה להתחיל.

## מודל היוון תזרימי הדיבידנד העתידיים (DDM)

פרופ' אסוואת' דמדוראן, אשר נחשב לאחד המומחים המובילים בעולם בתחום הערכת השווי, קובע כי המודל המקובל בעולם להערכת שווי מוסדות פיננסיים הנדרשים לעמוד במגבלות הון כמו בנקים וחברות ביטוח הוא מודל היוון תזרימי הדיבידנד העתידיים (DDM - Dividend Discount Model). לדברי דמדוראן, מודל ה- DDM, המהווה מקרה פרטי של מודל ה- DCF, לוקח בחשבון את ההון אשר המוסד הפיננסי נדרש להחזיק כנגד פעילותו והתפתחות עסקיו כאשר הון זה איננו חופשי לחלוקה לבעלי המניות.

על פי מודל זה, שווי המוסד הפיננסי הינו הערך הנוכחי של תזרימי הדיבידנד העתידיים שיוחלקו על ידו. בהתבסס על הדוחות הכספיים הרבעוניים של הבנקים (כמו גם על פרמיות ציבוריות אחרות) מתפרסמים לציבור באיחור של בין חודשים שלושה חודשים. לפיכך, יש להשוות את שווי הפנימי (Intrinsic Value) המתקבל מהמודל לשווי השוק במועד פרסום הדוח הכספי לציבור, המתייחס לתוצאות העסקיות הנוגעות לרבעון הקודם.

הואיל והדוחות הכספיים של בנק דיסקונט לרבעון הרביעי של שנת 2025 ולשנת 2026 כולה פורסמו רק ב- 10.3.2026, אנו נעריך את שווי הפנימי של מניית דיסקונט ל- 31.12.2025, מהותקף מתזרימי הדיבידנד העתידיים הצפויים בגינה מהוונים בשיעור היוון סביר ונבחן את התוצאה המתקבלת ביחס למחיר השוק של מניית הבנק ב- 10.3.2026 בבורסה לני"ע בת"א.

## הערכת שווי מניית דיסקונט ל- 31.12.2025 על בסיס מודל ה- DDM החד-שלבי

בהתבסס על גודלו ונתח השוק שלו אנו מניחים כי הבנק מצוי בשלב הצמיחה היציבה (Stable Growth Phase) ועל כן מודל ה- DDM החד-שלבי ישים ואפליקבילי עבורו. לשם כך, עלינו לאמוד את שיעור צמיחת הדיבידנד השנתי הקבוע, תזרימי הדיבידנד הצפוי הבא ואת שיעור היוון (המייצג את רמת הסיכון של הבנק) המתאימים לשלב הצמיחה היציבה. תחילה, נאמוד את האומדנים האמפיריים הדרושים לחישוב תזרימי הדיבידנד הצפוי הבא:

- eps<sub>0</sub>** - הרווח למניה בשנת 2025 הסתכם ב- **3.36** שם למניה.
- (1 - b)** - שיעור חלוקת הדיבידנד מתוך הרווחים בשנת 2025 (כולל הדיבידנד האחרון שהוכרז עליו ב- 10.3.2026) נאמד ב- **42.30%**.
- div<sub>0</sub>** - הדיבידנד למניה בעלי המניה בשנת 2025 (כולל הדיבידנד האחרון שהוכרז עליו ב- 10.3.2026) התקבל ממכפלת שני הפרמטרים האחרונים לעיל ונאמד ב- **1.42** שם למניה.
- NI<sub>0</sub>** - הרווח הנקי המיוחס לבעלי מניות הבנק בשנת 2025 הסתכם ב- **4,140** מיליוני ש"ח.
- BV<sub>-1</sub>** - ההון המיוחס לבעלי המניות של הבנק בשנת 2024 הסתכם ב- **31,569** מיליוני ש"ח.
- BV<sub>0</sub>** - ההון המיוחס לבעלי המניות של הבנק בשנת 2025 הסתכם ב- **33,809** מיליוני ש"ח.
- ROE** - שיעור התשואה להון הבנק לשנת 2025 מתקבל מחלוקת **NI<sub>0</sub>** בממוצע ה- **BV** יום נאמד ב- **12.66%** לשנה.
- b** - שיעור ההשקעה מחדש של הרווחים הבלתי מחולקים בשנת 2025 נאמד ב- **57.70%**.
- g** - שיעור הצמיחה השנתי הקבוע הצפוי הן של הרווח למניה והן של הדיבידנד למניה התקבל ממכפלת **ROE** ב- **7.31%** לשנה.

לאחר מכן, נאמוד את האומדנים האמפיריים הדרושים לחישוב שיעור התשואה הנדרש ע"י המשקיעים במניה עבור רמת סיכון מתאימה של מניית הבנק:

**Re** - עלות הון עצמי של הבנק מבוססת על מודל Modified CAPM לפי הוזהות הבאה:

$$Re = Rf + \beta \cdot E(Rm - Rf) + ARP$$

**Rf** - הריבית חסרת הסיכון בשיעור של **4.71%** נקבעה כריבית נומינלית חסרת סיכון ארוכת טווח בישראל ל- 25 שנים לפי ציטוטי "שווי פנימי" לתאריך 31.12.2025.