



הערכת שווי בנק לאומי לישראל ל- 31.12.2023 באמצעות מודל ה- DDM

איך לראות בכתבה זו המלצה או תחליף לשיקול דעתו העצמאי של הקורא, או הצעה או שיווק השקעות או ייעוץ השקעות!!!!
האקטואר רועי פולניצר העריך את שווי של בנק לאומי ליום ה- 31 בדצמבר 2023 באמצעות מודל ה- DDM.

מודל ה- DDM

שיטת היוון תזרימי הדיבידנד העתידיים (DDM - Dividend Discount Method) מבוססת על הערכת יכולתה של החברה לחלק דיבידנדים לבעלי המניות, וזאת בהתבסס על יכולותיה להפיק מזומנים ועל הערכת בעלת הסיכון דומה. שיטת היוון להוציא. בהתאם לכך, מוערך שווי החברה באמצעות היוון תזרימי הדיבידנד העתידיים, שהינם תזרימי המזומנים, בניכוי ההשקעה הנדרשת בהון המינימלי, אשר צפוי כי תפיק בעתיד.

תזרימי הדיבידנד העתידיים מהווים במחיר הון המשקף את הסיכון הגלום בפעילות החברה ואת הסיכון הפיננסי הגלום בהשקעה בה, ומבטא את התשואה אשר משקיע היה מצפה לקבל מההשקעה במניית חברה בעלת סיכון דומה. שיטת היוון תזרימי הדיבידנד הינה השיטה המקובלת ובעלת הבסיס התיאורטי המוצק ביותר בהערכת תברות ביטוח ובנקים, אבל כך להערכת כל חברה בעלת מדיניות חלוקת דיבידנד.

לצורך שימוש בשיטה זו יש לבנות מודל פיננסי, אשר יחזה את הרווח הנקי המיוחס לבעלי המניות, את שיעור חלוקת הדיבידנד מתוך הרווח הנקי, שיעור התשואה לחון שיעור צמיחת הרווח הנקי וזאת לצורך גזירת תזרימי הדיבידנד החזויים. יתרונה העיקרי של השיטה נובע מהתאמתה לחברה הספציפית והתייחסותה לגורמים ייחודיים בחברה נשוא ההערכה. מאפיין זה מביא לרמת דיוק גבוהה יחסית. חסרונותיה של השיטה טמונים בקושי לחזות את הפרמטרים שצוינו לעיל כמו גם לקבוע את שיעור היוון מתאים.

הואיל והדוחות הכספיים של בנק לאומי רבעון הרביעי של שנת 2023 ולשנת 2023 כולה פורסמו רק ב- 19.3.2024, אנו נעריך את השווי הפנימי של הבנק ל- 31.12.2023, המשקף מתזרימי הדיבידנד העתידיים הצפויים בגינה מהווים בשיעור היוון סביר ונבחר את התוצאה המתקבלת ביחס לשווי השוק של הבנק ב- 19.3.2024. (הוא מועד פרסום הדוחות הכספיים וכן מועד ההכרזה על הדיבידנד בגין הרבעון הרביעי של שנת 2023) בבורסה לנייע בנייה.

הערכת שווי בנק לאומי ל- 31.12.2023 על בסיס מודל DDM החד-שלבי

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

- DIV_0 - הדיבידנד במזומן בשנת 2023 (כולל הדיבידנד האחרון שהוכרז עליו ב- 19.3.2024) הסתכם ב- **1,748** מיליוני ₪.
- NI_0 - הרווח הנקי המיוחס לבעלי מניות הבנק בשנת 2023 הסתכם ב- **7,027** מיליוני ₪.
- $(1 - b)$ - שיעור חלוקת הדיבידנד מתוך הרווחים בשנת 2023 (כולל הדיבידנד האחרון שהוכרז עליו ב- 19.3.2024) התקבל מחלוקת שני הפרמטרים האחרונים לעיל ואומד ב- **24.88%**
- BV_{-1} - הון המיוחס לבעלי המניות של הבנק בשנת 2022 הסתכם ב- **49,438** מיליוני ₪.
- ROE - שיעור התשואה לחון הבנק לשנת 2023 מתקבל מחלוקת NI_0 ואומד ב- **14.21%** לשנה.
- b - שיעור ההשקעה מחדש של הרווחים הבתי מחולקים בשנת 2023 נאמד ב- **75.12%**.
- g - שיעור הצמיחה השנתי הקבוע הצפוי של הרווח הנקי ושל הדיבידנד במזומן התקבל ממכפלת שני הפרמטרים האחרונים לעיל ונאמד ב- **10.68%** 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 זהות הבאה:

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

- Rf - ריבית חסרת סיכון שיעור של **4.84%** נקבעה כריבית חסרת סיכון ארוכת טווח בישראל ל- 25 שנים לפי ציטוטי "שווי פיננסי" לתאריך 31.12.2023.

- β - **כמות הסיכון**. הביטא של הבנק משקפת את מידת מסחר של 104 שבועות לאחר כאשר הקריאה היא שער המניה ביום ג' (אמצע השבוע). ערך הביטא שנקבע הו **1.12** (ערך מבחן $t = 11.683$). אנו מעריכים כי אומדן ביטא לבנק של **1.12** מייצג היטב את הסיכון הסיסטמטי של הבנק, ומבחן t מצביע על עוצמת האומדן (בהסתברות 95% בין 0.9 לבין 1.3).
- $E(Rm - Rf)$ - **מחיר הסיכון**. פרמיית הסיכון הממוצעת המאפיינת את השוק הישראלי בשיעור של **5.63%** נקבעה לפי ציטוטי אמצע של Damodaran מ- NYU לתאריך 31.12.2023.

- ARP - פרמיית סיכון נוספת (בגין קוטנו של הבנק ביחס לחברות ציבוריות באר"ב) בשיעור של **0.45%** נקבעה לפי ציטוטי חברת Kroll לתאריך 31.12.2022.

כעת נחשב את Re :

$$Re = 4.84\% + 1.12 \cdot 5.63\% + 0.45\% = 11.59\%$$

למעשה ה- Re שזאמדנו לעיל הוא שיעור התשואה הנדרש ע"י משקיעים במניית הבנק, עבור רמת סיכון מתאימה של מניית הבנק. לחילופין, משמש שיעור זה לחיזון תזרימי הדיבידנד העתידיים הצפויים מהבנק, שכן הוא מייצע את רמת הסיכון של הבנק. שיעור היוון זה מסומן במודל ה- DDM באות k . כעת נחשב את שווי בנק לאומי ל- 31.12.2023 על בסיס מודל ה- DDM החד-שלבי:

2024E	2023A
14.21%	14.21%
75.12%	75.12%
10.68%	10.68%
7,777	7,027
24.88%	24.88%
1,935	1,935
11.59%	11.59%
10.68%	10.68%
212,509	212,509
212,509	212,509

משווי הבנק בשלב הצמיחה היציבה (**212,509** מיליוני ₪), מתקבל מהשווי הפנימי של בנק לאומי על בסיס מודל ה- DDM החד-שלבי (תזרימי הדיבידנד העתידיים הצפויים בגינה מהווים בשיעור היוון סביר) נאמד נכון ל- 31.12.2023 **212,509** מיליוני ₪, בעוד ששווי השוק של בנק לאומי (המשקף משער הסגירה של המניה בבורסה לנייע בנייה) נכון ל- 19.3.2024 עמד רק על **42,518** מיליוני ₪. המסקנה הנגזרת מכך היא של פי חישובי בנק לאומי נסחר כיום בבורסה בדיסקאונט של **399.81%** ביחס לשווי שהתקבל מהמודל. זה לא הגיוני.

כיצד ניתן לדעת האם תוצאת המודל שלנו היא סבירה או אם לאו? עלינו לבצע בדיקת סבירות לתוצאה שקיבלנו על ידי השוואתה לערכי הפסקתי של הון העצמי בספרי הבנק לשנת 2023. הון המיוחס לבעלי המניות של הבנק בשנת 2023 הסתכם ב- 54,497 מיליוני ₪, ומאחר וההון המיוחס לבעלי המניות של הבנק בשנת 2023 קרוב יותר לשווי השוק של הבנק ב- 19.3.2024 (42,518 מיליוני ₪) מאשר לתוצאה שקיבלנו (212,509 מיליוני ₪), **הרי שמודל ה- DDM החד-שלבי איננו מתאים להערכת שווי בנק לאומי!!!!!!**, על כן, נעבור להעריך את שווי הבנק על פי מודל ה- DDM החד-שלבי.

הערכת שווי בנק לאומי ל- 31.12.2023 על פי מודל DDM החד-שלבי

כפי שראינו שיעור הצמיחה הצפוי של רווחי הבנק בהתבסס על שיעור תשואה לחון של **15.83%** לשנה ושיעור השקעה מחדש של **69.32%** הוא **10.97%** לשנה. שיעור צמיחה זה גבוה בהרבה משיעור הצמיחה הפרמטרי הנומינלי בישראל כיום (סביב ה- 4.5%). מודל DDM החד-שלבי מניח כי ב- 5 השנים הקרובות הבנק ימשיך להיות בשלב הצמיחה הגבוה (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 לבנק תחת כל אחד משלבי הצמיחה. שווי הבנק במודל ה- DDM החד-שלבי נאמד כשך הצברים של שווי הבנק בשלב הצמיחה הגבוהה ושווי הבנק בשלב הצמיחה היציבה, בערכים נוכחיים.

- הלך תשומות כלליות הנכונות ל- 2 שלבי הצמיחה:
- ריבית חסרת סיכון ארוכת הטווח = **4.84%**.
- פרמיית סיכון בשוק הון בישראל = **5.63%**.
- פרמיית גודל = **0.45%**.
- רווח נקי נוכחי = **7,027** מיליוני ₪.
- דיבידנד במזומן נוכחי = **1,748** מיליוני ₪.

המשתנה	שלב צמיחה גבוהה	שלב צמיחה יציבה
אופק היוון	5 שנים	לנצח לאחר 5 שנים
שיעור התשואה לחון	14.21%	9.01%
שיעור חלוקת הדיבידנד	24.88%	50.00%
שיעור ההשקעה מחדש	75.12%	50.00%
שיעור הצמיחה הצפוי	10.68%	4.51%
הביטא	1.12	1.33
עלות הון עצמי	11.59%	12.76%

תחילה, נאמוד את שווי מניית הבנק בשלב הצמיחה הגבוהה (משנת 2024 ועד שנת 2028 כולל מהוון לסוף שנת 2023)

2028E	2027E	2026E	2025E	2024E	2023A
14.21%	14.21%	14.21%	14.21%	14.21%	14.21%
75.12%	75.12%	75.12%	75.12%	75.12%	75.12%
10.68%	10.68%	10.68%	10.68%	10.68%	10.68%
11,670	10,544	9,527	8,608	7,777	7,027
24.88%	24.88%	24.88%	24.88%	24.88%	24.88%
2,903	2,623	2,370	2,141	1,935	1,935
4.5	3.5	2.5	1.5	0.5	0.5
11.59%	11.59%	11.59%	11.59%	11.59%	11.59%
1,772	1,787	1,802	1,817	1,831	1,831
					9,009

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

- g - שיעור הצמיחה הפרמטרי הנומינלי 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- 31.12.2023. שיעור זה נאמד ב- **4.51%**.
- $(1 - b)$ - בדוחות הכספיים של הבנק לשנת 2023 נכתב כי מדיניות חלוקת הדיבידנד של הבנק היא לחלק עד **50.00%** מהרווח הנקי הרבעוני הנובע מפעולות רגילות.
- ROE - שיעור התשואה לחון התקבל מחלוקת שני הפרמטרים האחרונים לעיל ונאמד ב- **9.01%**.
- β - **כמות הסיכון**. התחשיב נעשה על פי נתוני מסחר של 60 חודשים לאחר כאשר הקריאה היא שער המניה בסוף חודש. ערך הביטא שנקבע הו **1.12** (ערך מבחן $t = 13.188$). בהיתן ביטא של 1.33 ותחת ההנחה שיתר הפרמטרים של מודל ה- Modified CAPM נותרו ללא שינוי, אנו מקבלים k השווה ל- **12.76%**.

כעת, ניגש לחישוב שווי מניית הבנק בשלב הצמיחה הגבוהה (משנת 2029 לאינסוף משנת 2028 ומשם מהוון לשנת 2023).

2029E	2028E	2023A
9.01%	14.21%	14.21%
50.00%	75.12%	75.12%
4.51%	10.68%	10.68%
12.196	11,670	7,027
50.00%	24.88%	50.00%
6,098		
12.76%		
4.51%		
	73,876	
	4.5	
	11.59%	
		45,104

מסק הצברים של שווי הבנק בשלב הצמיחה הגבוהה (**9,009** מיליוני ₪) ושווי הבנק בשלב הצמיחה היציבה (**45,104** מיליוני ₪), מתקבל מהשווי הפנימי של בנק לאומי על פי מודל ה- DDM החד-שלבי (תזרימי הדיבידנד העתידיים הצפויים בגינה מהווים בשיעור היוון סביר) נאמד ב- **54,113** מיליוני ₪, בעוד ששווי השוק של בנק לאומי (המשקף משער הסגירה של המניה בבורסה לנייע בנייה) נכון ל- 19.3.2024 עמד רק על **42,518** מיליוני ₪. המסקנה הנגזרת מכך היא של פי חישובי בנק לאומי נסחר כיום בבורסה בדיסקאונט של **27.27%** ביחס לשווי שהתקבל מהמודל. **לסיכום, מודל ה- DDM החד-שלבי איננו מתאים טוב יותר לשווי הפנימי של הבנק על פני מודל ה- DDM החד-שלבי.**