

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



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

מעריך השווי רועי פולניצר אומד את שווי מניית בנק לאומי לישראל ליום ה-31 בדצמבר 2025 על בסיס מודל ה-DDM.

- המניה בשלב הצמיחה היציבה, בערכים נוכחיים. להלן תשומות כלליות הנכונות ל-2 שלבי הצמיחה:
- רביית חסרת הסיכון ארוכת הטווח = 4.71%
- פרמיית סיכון בשוק ההון בישראל = 6.30%
- פרמיית גודל = 0.27%
- הרווח למניה הנוכחי = 6.86
- הדיבידנד למניה הנוכחי = 3.00 ש"ח.

המשתנה	שלב צמיחה גבוהה	שלב צמיחה נמוכה
אפק היוון	5 שנים	5 שנים
שיעור התשואה להון	15.81%	10.10%
שיעור חלוקת הדיבידנד	43.78%	60.00%
שיעור ההשקעה מחדש	56.22%	40.00%
שיעור הצמיחה הצפוי	8.89%	4.04%
הביטא	1.06	1.06
עלות ההון עצמי	11.66%	11.66%

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

	2030E	2029E	2028E	2027E	2026E	2025A
שיעור התשואה להון	15.81%	15.81%	15.81%	15.81%	15.81%	15.81%
שיעור ההשקעה מחדש	56.22%	56.22%	56.22%	56.22%	56.22%	56.22%
שיעור צמיחת הרווח	8.89%	8.89%	8.89%	8.89%	8.89%	8.89%
רווח למניה	10.50	9.64	8.86	8.13	7.47	6.86
שיעור חלוקת הדיבידנד	43.78%	43.78%	43.78%	43.78%	43.78%	43.78%
דיבידנד למניה	4.60	4.22	3.88	3.56	3.27	3.00
אפק היוון	4.5	3.5	2.5	1.5	0.5	
שיעור ההון	11.66%	11.66%	11.66%	11.66%	11.66%	
תזרימי דיבידנד מהוון	2.80	2.87	2.94	3.02	3.09	
שווי המניה בשלב הצמיחה הגבוהה	14.72					

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

- g - שיעור הצמיחה הפרמטטית 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% .
- $(1 - b)$ - בדוחות הכספיים של הבנק לשנת 2025 נכתב כי מדיניות חלוקת הדיבידנד של הבנק היא חלק ע"ד 60.00% מהרווח הנקי הרבעוני הנובע מפעולות גיליות.
- 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 מהווה לסוף שנת 2030 ומשם מהווה בחזרה לשנת 2025).

	2031E	2030E	2025A
שיעור התשואה להון	15.81%	15.81%	15.81%
שיעור ההשקעה מחדש	56.22%	56.22%	56.22%
שיעור צמיחת הרווח	8.89%	8.89%	8.89%
רווח למניה	10.93	10.50	6.86
שיעור חלוקת הדיבידנד	60.00%	43.78%	43.78%
דיבידנד למניה	6.56	4.59	3.00
שיעור ההון	11.66%	11.66%	11.66%
שיעור צמיחת הדיבידנד	4.04%	85.99	4.5
אפק היוון		4.5	11.66%
שיעור ההון			
שווי המניה בשלב הצמיחה היציבה	52.34		

מסך הצבר של שווי המניה בשלב הצמיחה הגבוהה (14.72) ש"ח (למניה) ושווי המניה בשלב הצמיחה היציבה (52.34) ש"ח (למניה) מתקבל שווי המניה הנומינלי של שווי מניית לאומי על פי מודל ה-DDM הדו-שלבי (תזרימי הדיבידנד העתידיים הצפויים בגינה מהווים בשיעור היוון סביר) נאמד בכ- 67.06 ש"ח (למניה), בעוד ששיעור הנעילה של מניית לאומי בבורסה נכון ל-31.12.2025 עמד על 77.88 ש"ח (למניה). המסקנה הנגזרת מכך היא שש"ח של פי חישובי מניית לאומי נסחרת ב- $4.3.2026$ בבורסה (למניה) בפרמיה של 16.13% ביחס לשווי שהתקבל מהמודל של 67.06 ש"ח (למניה) נכון ל-31.12.2025. לסיכום, המודל ה-DDM הדו-שלבי מספק אומדן טוב יותר לשווי המנייה של מניית הבנק על פי מודל ה-DDM החד-שלבי.

ספרו של הכותב "המדריך למערכי שווי תאגידים", שנכתב בשיתוף עם האקטואר יוסי דקל ויצא לאור בהוצאה עצמית (עצמאית), זכה להצלחה רבה, ולדברי ד"ר שנה מול 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 1.06 (ערך מבחן $t = 8.916$). אנו מעריכים כי אומדן ביטא לבנק של 1.07 מייצג היטב את הסיכון הסיסטמטי של הבנק, ומבחן t מצביע על עוצמת האומדן (בהסתברות 95% בין 0.83 לבין 1.30).
- $E(Rm - Rf)$ - מחיר הסיכון. פרמיית הסיכון הממוצעת המאפיינת את השוק הישראלי בשיעור של 6.30% קבעה לפי ציטוטי אתרו של Damodaran מ-NYU לתאריך 31.12.2025.
- ARF - פרמיית סיכון נוספת (בגין קוטנו של הבנק ביחס לחברות ציבוריות בארה"ב) בשיעור של 0.27% נקבעה לפי ציטוטי חברת Kroll לתאריך 31.12.2025.

כעת נחשב את Re :

$$Re = 11.66\% = 4.71\% + 1.06 \cdot 6.30\% + 0.27\%$$

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 להיוון תזרימי הדיבידנד העתידיים הצפויים ממניית הבנק, שכן הוא מייצג את רמת הסיכון של מניית הבנק. שיעור היוון זה מסומן במודל ה-DDM באת k . כעת נחשב את שווי מניית לאומי ל-31.12.2025 על בסיס מודל ה-DDM החד-שלבי:

	2026E	2025A
שיעור התשואה להון	15.81%	15.81%
שיעור ההשקעה מחדש	56.22%	56.22%
שיעור צמיחת הרווח	8.89%	8.89%
רווח למניה	7.47	6.86
שיעור חלוקת הדיבידנד	43.78%	43.78%
דיבידנד למניה	3.27	3.00
שיעור ההון	11.66%	11.66%
שיעור צמיחת הדיבידנד	8.89%	
ערך שיי	117.87	
שווי המניה במודל החד-שלבי	117.87	

קיבלנו שהשווי הפנימי של מניית לאומי על בסיס מודל ה-DDM החד-שלבי (תזרימי הדיבידנד העתידיים הצפויים בגינה מהווים בשיעור היוון סביר) נאמד נכון ל-31.12.2025 ב- 117.87 ש"ח (למניה), בעוד שמחירי השוק של מניית לאומי (המשתקף משער הנעילה של המניה בבורסה לני"ע בתי"א) נכון ל-4.3.2026 עמד רק על 77.88 ש"ח (למניה).

המסקנה הנגזרת מכך היא שעל פי חישובי מניית לאומי נסחרת ב-4.3.2026 בבורסה (למניה) בדיסקאונט של 33.93% ביחס לשווי שהתקבל מהמודל של 117.87 ש"ח (למניה) נכון ל-31.12.2025. זה לא הגיוני.

כיצד ניתן לדעת האם תוצאת המודל שלנו היא סבירה או אם לאו? עלינו לבצע בדיקת סבירות לתוצאה שקיבלנו על ידי השוואתה לערך הפנקסטי של המניה בספרי הבנק לשנת 2025. הערך הפנקסטי של המניה בספרי הבנק בשנת 2025 הסתכם ב- 45.92 ש"ח (למניה), ומאחר הערך הפנקסטי של המניה בספרי הבנק בשנת 2025 קרוב יותר למחירי השוק של המניה ב-4.3.2026 (למניה) מאשר לתוצאה שקיבלנו (117.87 ש"ח (למניה)), הרי שמודל ה-DDM החד-שלבי איננו מתאים להערכת שווי מניית לאומי!!!! על כן, נעבור להעריך את שווי המניה על פי מודל ה-DDM הדו-שלבי.

הערכת שווי מניית לאומי 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 15.81% לשנה ושיעור השקעה מחדש של 56.22% הוא 8.89% לשנה. שיעור צמיחה זה גבוה בהרבה משיעור הצמיחה הפרמטטית הנומינלית בישראל כיום (סביב 4%). מודל ה-DDM הדו-שלבי מניח כי ב-5 השנים הקרובות הבנק ימשיך להיות בשלב הצמיחה הגבוהה (High Growth Phase) והחל משנה 6 יאלצך 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 ממניית הבנק תחת כל אחד משלבי צמיחה אלה. שווי מניית הבנק במודל ה-DDM הדו-שלבי נאמד כסך הצבר של שווי המניה בשלב הצמיחה הגבוהה ושווי

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 "סוגיות בבנקאות" ולא רק יצרת בסיס נתונים על בסיס נתוני 5 הקבוצות הבנקאיות הגדולות בישראל שעליו ביצעתי מחקרים אמפיריים תוך שימוש בשיטות אקונוטריות, אלא שביקר התמחתי בהערכת שווי מניות הבנקים הגדולים בישראל. מכאן אני רוצה להתחיל.

מודל היוון תזרימי הדיבידנד העתידיים (DDM)

פרופ' אסואתי דמוראראן, 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 דמוראראן, מודל ה-DDM, המהווה מקרה פרטי של מודל ה-DCF, לוקח בחשבון את הון אשר המוסד הפיננסי נדרש להחזיק כנגד פעילותו והתפתחות עסקיו כאשר הון זה איננו חופשי לחלוקה לבעלי המניות. על פי מודל זה, שווי המוסד הפיננסי הנו הערך הנוכחי של תזרימי הדיבידנד העתידיים שיחולקו על ידו.

כידוע, נתוני הדוחות הכספיים הרבעוניים של הבנקים (כמו גם של פיזיות ציבוריות אחרות) מתפרסמים לציבור באיחור של בין חודשיים לשלושה חודשים. לכן שווי השוק שאלינו נשואה את השווי הפנימי (Intrinsic Value) שנקבל הוא שווי השוק במועד פרסום הדוח הכספי לציבור, המתייחס לתוצאות העסקיות הנגועות לרבעון הקודם.

הואיל והדוחות הכספיים של בנק לאומי לרבעון הרביעי של שנת 2025 ולשנת 2025 כולה פורסמו רק ב-4.3.2026, אנו נעריך את השווי הפנימי של מניית לאומי ל-31.12.2025. המשקף מתזרימי הדיבידנד העתידיים הצפויים בגינה מהווים בשיעור היוון סביר ונבחן את התוצאה המתקבלת ביחס למחיר השוק של מניית הבנק ב-4.3.2026 בבורסה לני"ע בתי"א.

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

בהתבסס על גודלו ונתח השוק שלו אנו מניחים כי הבנק מצוי בשלב הצמיחה הגבוהה (Stable Growth Phase) ועל כן מודל ה-DDM החד-שלבי ישים ואפליקטילי 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 - הרווח למניה בשנת 2025 הסתכם ב- 6.86 ש"ח (למניה).
- $(1 - b)$ - שיעור חלוקת הדיבידנד מתוך הרווחים בשנת 2025 (כולל הדיבידנד האחרון שהוכרז עליו ב-4.3.2026) האחרון שהוכרז עליו ב-4.3.2026 נאמד ב- 43.78% .
- div_0 - הדיבידנד למניה בשנת 2025 (כולל הדיבידנד האחרון שהוכרז עליו ב-4.3.2026) נאמד ב- 3.00 ש"ח (למניה).
- NI_0 - הרווח הנקי המיוחס לבעלי מניות הבנק בשנת 2025 הסתכם ב- $10,262$ מיליוני ש"ח.
- BV_{-1} - הון המיוחס לבעלי המניות של הבנק בשנת 2024 הסתכם ב- $61,663$ מיליוני ש"ח.
- BV_0 - הון המיוחס לבעלי המניות של הבנק בשנת 2025 הסתכם ב- $68,135$ מיליוני ש"ח.
- ROE - שיעור התשואה להון הבנק לשנת 2025 מתקבל מחלוקת NI_0 בממוצע ה- BV יום נאמד ב- 15.81% לשנה.
- b - שיעור ההשקעה מחדש של הרווחים הבלתי מחולקים בשנת 2025 נאמד ב- 56.22% .
- g - שיעור הצמיחה השנתי הקבוע הצפוי הן של הרווח למניה והן של הדיבידנד למניה התקבל ממכפלת ROE ב- b ונאמד ב- 8.89% 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 ההון עצמי של הבנק מבוססת על מודל Modified CAPM לפי זהות הבאה:

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

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