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

אין 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 מזרחי טפחות ליום ה- 31 בדצמבר 2025 על בסיס מודל ה- DDM.

השבוע פגשתי קולגה שהזכיר לי שבהיותי עוזר מחקר של ד"ר שילה ליפשיץ ז"ל לא רק כתבתי מאמרים למכון יוסף קסירר למחקר בחשבונאות ובכתב העת "סוגיות בבנקאות" ולא רק יצרתי בסיס נתונים על בסיס נתוני 5 הקבוצות הבנקאיות הגדולות בישראל שעליו ביצעתי מחקרים אמפיריים תוך שימוש בשיטות אקונומטריות, אלא שבעיקר התמחתי בהערכת שווי מניות הבנקים הגדולים בישראל. מכאן אני רוצה להתחיל.

מודל היוון תזרימי הדיבידנד העתידיים (DDM)

פרופ' אסוואת' דמודאראן, אשר נחשב לאחד המומחים המובילים בעולם בתחום הערכות 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 דמודאראן, 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 שיחולקו על ידו. ברגיל, נתוני הדוחות הכספיים הרבעוניים של הבנקים (כמו גם של פירמות ציבוריות אחרות) מתפרסמים לציבור באיחור של בין חודשיים לשלושה חודשים. לפיכך, יש להשוות את את השווי הפנימי (Intrinsic Value) המתקבל מהמודל לשווי השוק במועד פרסום הדוח הכספי לציבור, המתייחס לתוצאות העסקיות הנוגעות לרבעון הקודם.

הואיל והדוחות הכספיים של בנק מזרחי טפחות לרבעון הרביעי של שנת 2025 ולשנת 2025 כולה פורסמו רק ב- 26.2.2026, אנו נעריך את השווי הפנימי של מניית מזרחי טפחות ל- 31.12.2025, המשתקף מתזרימי הדיבידנד העתידיים הצפויים בגינה מהוונים בשיעור היוון סביר ונבחן את התוצאה המתקבלת ביחס למחיר השוק של מניית הבנק ב- 26.2.2026 בבורסה לני"ע בת"א.

הערכת שווי מניית מזרחי טפחות ל- 31.12.2025 על בסיס מודל DDM החד-שלבי

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

- eps_0 - הרווח למניה בשנת 2025 הסתכם ב- **21.69** ₪ למניה.
- $(1-b)$ - שיעור חלוקת הדיבידנד מתוך הרווחים בשנת 2025 (כולל הדיבידנד האחרון שהוכרז עליו ב- 26.2.2026) נאמד ב- **47.71%**.
- div_0 - הדיבידנד למניה בשנת 2025 (כולל הדיבידנד האחרון שהוכרז עליו ב- 26.2.2026) התקבל ממכפלת שני הפרמטרים האחרונים לעיל ונאמד ב- **10.35** ₪ **למניה.**
- NI_0- הרווח הנקי המיוחס לבעלי מניות הבנק בשנת 2025 הסתכם ב- **5,630** מיליוני ₪.
- BV_{-1} - ההון המיוחס לבעלי המניות של הבנק בשנת 2024 הסתכם ב- **31,292** מיליוני ₪.
- BV_0 - ההון המיוחס לבעלי המניות של הבנק בשנת 2025 הסתכם ב- **34,765** מיליוני ₪.
- ROE- שיעור התשואה להון הבנק לשנת 2025 מתקבל מחלוקת NI_0 במומצע ה- BV-ים נאמד ב- **17.05% לשנה.**
- b- שיעור ההשקעה מחדש של הרווחים הבלתי מחולקים בשנת 2025 נאמד ב- **52.29%.**
- g - שיעור הצמיחה השנתי הקבוע הצפוי הן של הרווח למניה והן של הדיבידנד למניה התקבל ממכפלת ROE ב- b ונאמד ב- **8.91% 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 הזהות 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.
- β – **כמות הסיכון.** הביטא של הבנק משקפת את מידת הסיכון השיטתי הקיים בו. התחשיב נעשה על פי נתוני מסחר של 60 חודשים לאחור. ערך הביטא שנקבע הנו **0.92** (ערך מבחן t = 7.394). אנו מעריכים כי אומדן ביטא למניית הבנק של 0.92 מייצג היטב את הסיכון הסיסטמתי של מניית הבנק, ומבחן t מצביע על עוצמת האומדן (בהסתברות 95% בין 0.67 לבין 1.17).
- $E(Rm - Rf)$ – **מחיר הסיכון**. פרמיית הסיכון הממוצעת המאפיינת את השוק הישראלי בשיעור של **6.30%** נקבעה לפי ציטוטי אתרו 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:

$$Re = 4.71\% + 0.92 \cdot 6.30\% + 0.40\% = 10.89\%$$

למעשה ה- Re שאמדנו לעיל הוא שיעור התשואה הנדרש ע"י משקיעים במניות 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 באות k. כעת נחשב את שווי מניית מזרחי טפחות ל- 31.12.2025 על בסיס מודל ה- DDM החד-שלבי:

2026E	2025A	
(בש"ח למניה)		
17.05%	17.05%	שיעור התשואה להון
52.29%	52.29%	שיעור ההשקעה מחדש
8.91%	**8.91%**	**שיעור צמיחת הרווח**
23.62	21.69	רווח למניה
47.71%	47.71%	שיעור חלוקת הדיבידנד
11.27	**10.35**	**דיבידנד למניה**
10.89%		שיעור היוון
8.91%		שיעור צמיחת הדיבידנד
	568.86	**ערך שייר**
	568.86	**שווי המניה במודל החד-שלבי**

קיבלנו שהשווי הפנימי של מניית מזרחי טפחות על בסיס מודל ה- DDM החד-שלבי (תזרימי הדיבידנד העתידיים הצפויים בגינה מהוונים בשיעור היוון סביר) נאמד נכון ל- 31.12.2025 ב- **568.86** ₪ **למניה,** בעוד שמחיר השוק של מניית מזרחי טפחות (המשתקף משער הנעילה של המניה בבורסה לני"ע בת"א) נכון ל- 26.2.2026 עמד רק על **234.20** ₪ **למניה.**

המסקנה הנגזרת מכך היא שעל פי חישוביי מניית מזרחי טפחות נסחרה ב- 26.2.2026 בבורסה (234.20 ₪ למניה) בדיסקאונט של 58.83% ביחס לשווי שהתקבל מהמודל שלי (568.86 ₪ 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 הפנקסני של המניה בספרי הבנק לשנת 2025. הערך הפנקסני של המניה בספרי הבנק בשנת 2025 הסתכם ב- **133.74** ₪ **למניה**, ומאחר הערך הפנקסני של המניה בספרי הבנק בשנת 2025 קרוב יותר למחיר השוק של המניה ב- 26.2.2026 (234.20 ₪ למניה) מאשר לתוצאה שקיבלנו (568.86 ₪ למניה), **הרי שמודל ה- DDM החד-שלבי איננו מתאים להערכת שווי מניית מזרחי טפחות!!!!!** על כן, נעבור להעריך את שווי המניה על פי מודל ה- DDM הדו-שלבי.

הערכת שווי מניית מזרחי טפחות ל- 31.12.2025 על פי מודל DDM הדו-שלבי

כפי שראינו שיעור הצמיחה הצפוי של רווחי הבנק בהתבסס על שיעור תשואה להון של 17.05% לשנה ושיעור השקעה מחדש של 52.29% הוא 8.91% לשנה. שיעור צמיחה זה גבוה בהרבה משיעור הצמיחה הפרמננטית הנומינלית בישראל כיום (סביב ה- 4%). מודל DDM הדו-שלבי מניח כי ב- 5 השנים הקרובות הבנק ימשיך להיות בשלב הצמיחה גבוהה (High Growth Phase) וחחל 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 כסך הצברם של שווי המניה בשלב הצמיחה הגבוהה ושווי המניה בשלב הצמיחה היציבה, בערכים נוכחיים. להלן תשומות כלליות הנכונות ל- 2 שלבי הצמיחה:

- ריבית חסרת הסיכון ארוכת הטווח = **4.71%**
- פרמיית סיכון בשוק ההון בישראל = **6.30%**
- פרמיית גודל = **0.40%**.
- הרווח למניה הנוכחי = **21.69** ₪.
- הדיבידנד למניה הנוכחי = **10.35** ₪.

המשתנה	שלב צמיחה גבוהה	שלב צמיחה יציבה
אופק היוון	5 שנים	לנצח לאחר 5 שנים
שיעור התשואה להון	17.05%	10.10%
שיעור חלוקת הדיבידנד	47.71%	60.00%
שיעור ההשקעה מחדש	52.29%	40.00%
שיעור הצמיחה הצפוי	8.91%	4.04%
הביטא	0.92	0.92
עלות ההון עצמי	10.89%	10.89%

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

2030E	2029E	2028E	2027E	2026E	2025A	
		(בש"ח למניה)				
17.05%	17.05%	17.05%	17.05%	17.05%	17.05%	שיעור התשואה להון
52.29%	52.29%	52.29%	52.29%	52.29%	52.29%	שיעור ההשקעה מחדש
8.91%	**8.91%**	**8.91%**	**8.91%**	**8.91%**	**8.91%**	**שיעור צמיחת הרווח**
33.24	30.52	28.02	25.73	23.62	21.69	רווח למניה
47.71%	47.71%	47.71%	47.71%	47.71%	47.71%	שיעור חלוקת הדיבידנד
15.86	**14.56**	**13.37**	**12.27**	**11.27**	**10.35**	**דיבידנד למניה**
4.5	3.5	2.5	1.5	0.5		אופק היוון
10.89%	10.89%	10.89%	10.89%	10.89%		שיעור היוון
9.96	**10.14**	**10.32**	**10.51**	**10.70**		**תזרים דיבידנד מהוון**
					51.63	**שווי המניה בשלב הצמיחה הגבוהה**

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

- g - שיעור הצמיחה הפרמננטית 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 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 מהווון לשנת 2030 ומשם מהווון בחזרה לשנת 2025).

2031E	2030E	2025A	
	(בש"ח למניה)		
10.10%	17.05%	17.05%	שיעור התשואה להון
40.00%	52.29%	52.29%	שיעור ההשקעה מחדש
4.04%	**8.91%**	**8.91%**	**שיעור צמיחת הרווח**
34.58	33.24	21.69	רווח למניה
60.00%	47.71%	47.71%	שיעור חלוקת הדיבידנד
20.75		**10.35**	**דיבידנד למניה**
10.89%			שיעור היוון
4.04%			שיעור צמיחת הדיבידנד
	302.71		**ערך שייר**
	4.5		אופק היוון
	10.89%		שיעור היוון
		190.08	**שווי המניה בשלב הצמיחה היציבה**

מסך הצברם של שווי המניה בשלב הצמיחה הגבוהה (**51.63** ₪ **למניה**) ושווי המניה בשלב הצמיחה היציבה (**190.08** ₪ **למניה**), מתקבל שהשווי הפנימי של מניית מזרחי טפחות על פי מודל ה- DDM הדו-שלבי (תזרימי הדיבידנד העתידיים הצפויים בגינה מהוונים בשיעור היוון סביר) נאמד בכ- **241.71** ₪ **למניה**, בעוד ששער הנעילה של מניית מזרחי טפחות בבורסה נכון ל- 26.2.2026 עמד על **234.20** ₪ **למניה**. המסקנה הנגזרת מכך היא שעל פי חישוביי מניית מזרחי טפחות נסחרה ב- 26.2.2026 בבורסה (234.20 ₪ למניה) בדיסקאונט של 3.11% ביחס לשווי שהתקבל מהמודל שלי (241.71 ₪ למניה) נכון ל- 31.12.2025. **לסיכום, מודל ה- DDM הדו-שלבי מספק אומדן טוב יותר לשווי הפנימי של מניית הבנק על פני מודל ה- DDM החד-שלבי.**

הכותב הוא מייסד ונשיא לשכת מעריכי השווי והאקטוארים הפיננסיים בישראל (IAVFA). ספרו "המדריך למעריכי שווי תאגידים", שנכתב בשיתוף עם האקטואר יוסי דקל (יצא לאור בהוצאה עצמית (עצמאית), זכה להצלחה רבה, ולדברי ד"ר שנהב מלול מאוניברסיטת בן-גוריון הוא מהווה "סטנדרט בתחום".