

# הערכת שווי מניית בנק הפועלים ל- 31.12.2023 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!!!!

האקטואר רועי פולניצר העריך את שווייה של מניית בנק הפועלים ליום ה- 31 בדצמבר 2023 באמצעות מודל ה- DDM.

- הלך תשומות כלליות הנכונות ל- 2 שלבי הצמיחה:
- ריבית חסרת הסיכון ארוכת הטווח = 4.84%
- פרמיית סיכון בשוק ההון בישראל = 5.63%
- פרמיית גדול = 0.57%
- הרווח למניה הנוכחי = 5.50 ₪.
- הדיבידנד למניה הנוכחי = 1.69 ₪.

המשתנה	שלב צמיחה גבוהה	שלב צמיחה יציבה
אופק היוון	5 שנים	5 שנים
שיעור התשואה להון	15.83%	7.51%
שיעור התשקעה מחדש	30.68%	40.00%
שיעור חלוקת הדיבידנד	69.32%	60.00%
שיעור החשקה מחדש	10.97%	60.00%
שיעור הצמיחה הצפוי	10.97%	4.51%
הביטא	1.09	1.28
עלות ההון עצמי	11.57%	12.63%

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

2028E	2027E	2026E	2025E	2024E	2023A
(ב"ח למניה)					
15.83%	15.83%	15.83%	15.83%	15.83%	15.83%
69.32%	69.32%	69.32%	69.32%	69.32%	69.32%
10.97%	10.97%	10.97%	10.97%	10.97%	10.97%
9.26	8.35	7.52	6.78	6.11	5.50
30.68%	30.68%	30.68%	30.68%	30.68%	30.68%
2.84	2.56	2.31	2.08	1.87	1.69
4.5	3.5	2.5	1.5	0.5	0.5
11.57%	11.57%	11.57%	11.57%	11.57%	11.57%
1.74	1.75	1.76	1.76	1.77	1.77
שווי המניה בשלב הצמיחה הגבוהה					
8.78					

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

- g** - שיעור הצמיחה הפרמנטית 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)** - בדורות הכספיים של הבנק לשנת 2023 נכתב כי מדיניות חלוקת הדיבידנד של הבנק היא לחלק עד 40.00% מהרווח הנקי הרבעוני הנובע מפעולות רגילות. **ROE** - שיעור התשואה להון התקבל מחלוקת שני הפרמטרים האחרונים לעיל ונאמד ב- 7.51%.
- β** - כמות הסיכון. התחשיב נעשה על פי נתוני מסחר של 60 חודשים לאחור כאשר הקריאה היא שער המניה ב- 1.28 (ערך מבחן t) ונתח התנחה שתר הפרמטרים של מודל ה- Modified CAPM נותרו ללא שינוי, אנו מקבלים **k** השווה ל- 12.63%.

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

2029E	2028E	2023A
(ב"ח למניה)		
7.51%	15.83%	15.83%
60.00%	69.32%	69.32%
4.51%	10.97%	10.97%
9.68	9.26	5.50
40.00%	30.68%	30.68%
3.87		
12.63%		
4.51%		
47.68		
4.5		
11.57%		
שווי המניה בשלב הצמיחה הגבוהה		
29.14		

משך הצבר של שווי המניה בשלב הצמיחה הגבוהה (8.78) ₪ (למניה) ושווי המניה בשלב הצמיחה היציבה (29.14) ₪ (למניה) מתקבל ששווי המנייה הנוכחי של מניית הפועלים על פי מודל ה- DDM הדו-שלבי (תזרימי הדיבידנד העתידיים הצפויים בגובה הממוצע בשיעור היוון סביר) נאמד ב- 37.91 ₪. לעומת זאת, בעוד ששיעור הסגירה של מניית הפועלים בבורסה נכון ל- 7.3.2024 עמד על 33.58 ₪ למניה. המסקנה הנגזרת מכך היא שעל פי חישובי מניית הפועלים נסחרת כיום בבורסה לדיסקאונט של 12.9% ביחס לשווי שקיבלתי (37.91) ₪ למניה. לסיכום, מודל ה- DDM הדו-שלבי מספק אומדן טוב יותר לשווי המנייה של מניית הבנק על פני מודל ה- DDM החד-שלבי.

- β** - כמות הסיכון. הביטא של הבנק משקפת את מידת הסיכון השיטתי הקיים בו. התחשיב נעשה על פי נתוני מסחר של 104 שבועות לאחור כאשר הקריאה היא שער המניה ביום ג' (אמצע השבוע). ערך הביטא שנקבע הנו 1.09 (ערך מבחן t = 10.748). אנו מעריכים כי אומדן ביטא לבנק של 1.09 מייצג היטב 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 אחריו של Damodaran מ- NYU לתאריך 31.12.2023.
- ARP** - פרמיית סיכון נוספת (בגין קוטנו של הבנק ביחס לחברות ציבוריות בארה"ב) בשיעור של 0.57% נקבעה לפי ציטוטי הערך Kroll לתאריך 31.12.2022.

כעת נבשה את  $Re$ :

$$Re = 4.84\% + 1.09 \cdot 5.63\% + 0.57\% = 11.57\%$$

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 באות  $k$ . כעת נחשב את שווי מניית הפועלים ל- 31.12.2023 על בסיס מודל ה- DDM החד-שלבי:

2024E	2023A
(ב"ח למניה)	
15.83%	15.83%
69.32%	69.32%
10.97%	10.97%
6.11	5.50
30.68%	30.68%
1.87	
11.57%	
10.97%	
שווי המניה בשלב הצמיחה היציבה	
314.86	

משווי המניה בשלב הצמיחה היציבה (314.86) ₪ (למניה), מתקבל ששווי המנייה הנוכחי של מניית הפועלים על בסיס מודל ה- DDM החד-שלבי (תזרימי הדיבידנד העתידיים הצפויים בגובה הממוצע בשיעור היוון סביר) נאמד נכון ל- 31.12.2023 ב- 314.86 ₪ למניה, בעוד שמחיר השוק של מניית הפועלים (המשוקף משער הסגירה של המניה בבורסה לני"ע בת"א) נכון ל- 7.3.2024 עמד רק על 33.58 ₪ למניה. המסקנה הנגזרת מכך היא שעל פי חישובי מניית הפועלים נסחרת כיום בבורסה לדיסקאונט של 87.66% ביחס לשווי שהתקבל מהמודל. זה לא הגיוני.

כיצד ניתן לדעת האם תוצאת המודל שלנו היא סבירה או אם לאו? עלנו לבצע בדיקת סבירות לתוצאה שקיבלנו על ידי השוואתה לערך הפנקסטי של המניה בספרי הבנק לשנת 2023. הערך הפנקסטי של המניה בספרי הבנק בשנת 2023 הסתכם ב- 39.21 ₪ למניה, ומאחר הערך הפנקסטי של המניה בספרי הבנק בשנת 2023 קרוב יותר למחיר השוק של המניה ב- 7.3.2024 (33.58) ₪ למניה) מאשר לתוצאה שקיבלנו ב- 314.86 ₪ למניה, הרי שמודל ה- DDM החד-שלבי איננו מתאים להערכת שווי מניית הפועלים!!!!!! על כן, נעבור להעריך את שווי המניה על פי מודל ה- DDM הדו-שלבי.

הערכת שווי מניית הפועלים ל- 31.12.2023 על פי מודל ה- DDM הדו-שלבי

כפי שראינו שיעור הצמיחה הצפוי של רווחי הבנק בהתבסס על שיעור תשואה להון של 15.83% לשנה ושיעור התשקעה מחדש של 69.32% הוא 10.97% לשנה. שיעור הצמיחה זה גבוה בהרבה משיעור הצמיחה הפרמנטית הנומניאלית בישראל כיום (סביב ה- 4.5%). מודל 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 עלנו לאמוד את הפרמטרים של מודל ה- DDM עבור כל אחד משלבי הצמיחה השונים לאחור מכן לבצע הערכת שווי למניית 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 המניה בשלב הצמיחה היציבה, בערכים נוכחיים.

שבוע פגשתי חבר ששוקק באנליזות של מניות הבנקים בישראל. "איך היית מעריך את מניית בנק הפועלים?", הוא שאל. וכאן למעשה נולד המאמר הבא.

## מודל היוון תזרימי הדיבידנד העתידיים (DDM)

פרופ' אסודאראן, 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 תוצאה של תזרימי הדיבידנד העתידיים שיחולקו על ידו.

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

הואיל והדוחות הכספיים של בנק הפועלים לרבעון הרביעי של שנת 2023 ולשנת 2023 כולה פורסמו רק ב- 7.3.2024, אנו נעריך את השווי הפנימי של מניית הבנק ל- 31.12.2024, המשתקף מתזרימי הדיבידנד העתידיים הצפויים בגינה המהווים בשיעור היוון סביר ובחן את התוצאה המתקבלת ביחס למחיר השוק של מניית הבנק ב- 7.3.2024 (הוא מועד פרסום הדוחות הכספיים וכן מועד ההכרזה על הדיבידנד בגין הרבעון הרביעי של שנת 2023) בבורסה לני"ע בת"א.

## הערכת שווי מניית הפועלים ל- 31.12.2023 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 יכתיב את השווי הפנימי 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, נאמד את האומדנים המאפיינים הדרושים לחישוב תזרימי הדיבידנד הצפוי הבא:

- $eps_0$  - הרווח למניה בשנת 2023 הסתכם ב- 5.50 ₪ למניה.
- $(1 - b)$  - שיעור חלוקת הדיבידנד מתוך הרווחים בשנת 2023 (כולל הדיבידנד האחרון שהוכרו עליו ב- 7.3.2024) נאמד ב- 30.68%.
- $div_0$  - הדיבידנד למניה בשנת 2023 (כולל הדיבידנד האחרון שהוכרו עליו ב- 7.3.2024) התקבל ממכפול שני הפרמטרים האחרונים לעיל ונאמד ב- 1.69 ₪ למניה.
- $NI_0$  - הרווח הנקי המיוחס לבעלי מניות הבנק בשנת 2023 הסתכם ב- 7,360 מיליוני ₪.
- $BV_1$  - ההון המיוחס לבעלי המניות של הבנק בשנת 2022 הסתכם ב- 46,502 מיליוני ₪.
- $ROE$  - שיעור התשואה להון הבנק לשנת 2023 מתקבל מחלוקת  $NI_0$  ב-  $BV_1$  ונאמד ב- 15.83% לשנה.
- $b$  - שיעור ההשקעה מחדש של הרווחים הבלתי מוחלוקים בשנת 2023 נאמד ב- 69.32%.
- $g$  - שיעור הצמיחה השנתי הקבוע הצפוי הן של הרווח למניה והן של הדיבידנד למניה התקבל ממכפול  $ROE$  ב-  $b$  ונאמד ב- 10.97% לשנה.

לאחר מכן, נאמד את האומדנים המאפיינים הדרושים לחישוב שיעור התשואה הנדרש של המשקיעים במניה עבור רמת סיכון מתאימה של מניית הבנק:

$Re$  - עלות ההון עצמי של הבנק מבוססת על מודל ה- Modified CAPM לפי הזהות הבאה:

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

- $Rf$  - ריבית חסרת הסיכון בשיעור של 4.84% נקבעה כריבית נומינלית חסרת סיכון ארוכת טווח בישראל ל- 25 שנים לפי ציטוטי "שווי פינמי" לתאריך 31.12.2023.