



הערכת שווי מניית בנק הבינלאומי הראשון לישראל 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!!!!

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

- הלך תשומות כלליות הנוכחות ל- 2 שלבי הצמיחה:
- ריבית חסרת הסיכון ארוכת הטווח = **4.71%**
- פרמיית סיכון בשוק ההון בישראל = **6.30%**
- פרמיית גודל = **0.37%**
- הרווח למניה הנוכחי = **22.53** ₪.
- הדיבידנד למניה הנוכחי = **12.19** ₪.

אופק היוון	5 שנים	לנצח לאחר 5 שנים
שיעור התשואה להון	16.12%	10.10%
שיעור חלוקת הדיבידנד	54.12%	60.00%
שיעור ההשקעה מחדש	45.88%	40.00%
שיעור הצמיחה הצפוי	7.40%	4.04%
הביטא	0.98	0.98
עלות ההון עצמי	11.27%	11.27%

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

2030E	2029E	2028E	2027E	2026E	2025A
(בש"ח למניה)					
16.12%	16.12%	16.12%	16.12%	16.12%	16.12%
45.88%	45.88%	45.88%	45.88%	45.88%	45.88%
7.40%	7.40%	7.40%	7.40%	7.40%	7.40%
32.19	29.97	27.91	25.99	24.20	22.53
54.12%	54.12%	54.12%	54.12%	54.12%	54.12%
17.42	16.22	15.10	14.06	13.09	12.19
4.5	3.5	2.5	1.5	0.5	
11.27%	11.27%	11.27%	11.27%	11.27%	11.27%
10.77	11.16	11.56	11.98	12.41	
					שווי המניה בשלב הצמיחה הגבוהה
					57.89

כעת, נאמד את שווי מניית הבנק בשלב הצמיחה היציבה. לשם כך, תחילה נאמד 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)** - בדוחות הכספיים של הבנק לשנת 2025 נכתב כי מדיוות 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 משנת 2030 ומשם מהוון בחזרה לשנת 2025).

2031E	2030E	2025A
(בש"ח למניה)		
10.10%	16.12%	16.12%
40.00%	45.88%	45.88%
4.04%	7.40%	7.40%
33.49	32.19	22.53
60.00%	54.12%	54.12%
20.09		12.19
11.27%		
4.04%		
277.99		
4.5		
11.27%		
		שווי המניה בשלב הצמיחה היציבה
		171.94

מסק הצבר של שווי המניה בשלב הצמיחה הגבוהה (**57.89** ₪) ושווי המניה בשלב הצמיחה היציבה (**171.94** ₪) **למניה**, מתקבל שווי הפנימי של מניית בינלאומי על פי מודל ה- DDM הדו-שלבי (תזרימי הדיבידנד העתידיים הצפויים בגינה מהוונים בשיעור היוון סביר) נאמד בכ- **229.83** ₪. **למניה**, עוד שיעור הניגולה של מניית הבינלאומי בבורסה נכון ל- 10.3.2026 עמד על **261.50** ₪. **למניה**, המסקנה הנגזרת מכך היא שעל פי חישובי מניית בינלאומי נסחרת ב- 10.3.2026 בבורסה (**261.50** ₪ למניה) בפרמיה של **13.78%** ביחס לשווי שהתקבל מהמודל של **229.83** ₪ **למניה** נכון ל- 31.12.2025. **לסיכום**, מודל ה- DDM הדו-שלבי מספק אומדן טוב יותר של שווי הפנימי של מניית הבנק על פני מודל ה- DDM החד-שלבי.

הכותב הוא מייסד ושוא לשכת מעריכי השווי והאקטוארים הפיננסיים בישראל (IAVFA). ספרו "המדריך למעריכי שווי תאגידים", נכתב בשיתוף עם האקטואר יוסי דקל ויצא לאור בהוצאת עמית (עצמאות), וזה להצלחה רבה, ולדברי ד"ר שנתה 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 **0.98** (ערך מבחן $t = 8.739$). אנו מעריכים כי אומדן ביטא למניית הבנק של **0.98** מייצג היטב את הסיכון הסיסטמטי של מניית הבנק, ומבחן t מצביע על עוצמת האומדן (בהסתברות 95% בין 0.76 לבין 1.21).

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 **0.37%**. נקבע לפי ציטוטי כגרת Kroll לתאריך 31.12.2025.

כעת נחשב את **Re**:

$$Re = 4.71\% + 0.98 \cdot 6.30\% + 0.37\% = 11.27\%$$

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 באות **k**. כעת נחשב את שווי מניית בינלאומי ל- 31.12.2025 על בסיס מודל ה- DDM החד-שלבי:

2026E	2025A
(בש"ח למניה)	
16.12%	16.12%
45.88%	45.88%
7.40%	7.40%
24.20	22.53
54.12%	54.12%
13.09	12.19
11.27%	
7.40%	
338.14	
שווי המניה במודל החד-שלבי	
338.14	

קיבלנו שהשווי הפנימי של מניית בינלאומי על בסיס מודל ה- DDM החד-שלבי (תזרימי הדיבידנד העתידיים הצפויים בגינה מהוונים בשיעור היוון סביר) נאמד נכון ל- 31.12.2025 ב- **338.14** ₪. **למניה**, בעוד שמחיר השוק של מניית בינלאומי (המשתקף משער הניגולה של המניה בבורסה לנייץ בת"א) נכון ל- 10.3.2026 עמד רק על **261.50** ₪. **למניה**.

המסקנה הנגזרת מכך היא שעל פי חישובי מניית בינלאומי נסחרת ב- 10.3.2026 בבורסה (**261.50** ₪ למניה) בדיסקאונט של **22.67%** ביחס לשווי שהתקבל מהמודל של **338.14** ₪ למניה נכון ל- 31.12.2025. **זה לא הגיוני**.

המסקנה: מודל ה- DDM החד-שלבי איננו מתאים להערכת שווי מניית בינלאומי!!!! על כן, נגביר הערך את שווי המניה על פי מודל ה- DDM הדו-שלבי.

הערכת שווי מניית בינלאומי 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 **16.12%** לשנה ושיעור השקעה מחדש של **45.88%** הוא **7.40%** לשנה. שיעור צמיחה זה גבוה בהרבה משיעור הצמיחה הפרמנטית הנומינלית בישראל (כסביב ה- **4%**). מודל DDM הדו-שלבי מניח כי ב- 5 השנים הקרובות הבנק ימשיך להיות בשלב הצמיחה הגבוהה (High Growth Phase) וחלחל משנה ויאלץ 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 הצבר של שווי המניה בשלב הצמיחה הגבוהה ושווי המניה בשלב הצמיחה היציבה, בערכים נוכחיים.

השבוע פגשתי קולגה שהזכיר לי שבהיותי עוזר מחקר של ד"ר שילה ליפשיץ ז"ל לא רק כתבת מאמרים למכון יוסף קסירר למחקר בחשבונאות וככתב העת "סוגיות פיננסיות" ולא רק יצרת בסיס נתונים על בסיס נתוני 5 הקבוצות הבנקאיות הגדולות בישראל שעליו ביצעתי שחקרים אמפיריים תוך שימוש בשיטות אקומטריות, אלא שבערך התמחתי בהערכת שווי מניות הבנקים הגדולים בישראל. מכאן אני רוצה להתחיל.

מודל היוון תזרימי הדיבידנד העתידיים (DDM)
פרופ' אסוואת' דמואראן, 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 דמואראן, 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 התזרימי הדיבידנד העתידיים שיוחלקו על ידו. בהתאם לנתוני הדוחות הכספיים הרבעוניים של הבנקים (כמו גם של פרמות ציבוריות אחרות) מתפרסמים לציבור באיחור של בין חודשיים לשלושה 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 הבינלאומי לרבעון הרביעי של שנת 2025 ולשנת 2026 כולה פרסמו רק ב- 10.3.2026, אנו נעריך את השווי הפנימי של מניית בינלאומי 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- 10.3.2026 בבורסה לנייץ בת"א.

הערכת שווי מניית בינלאומי 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, נאמד את האומדנים האומפיריים הדרושים לחישוב תזרימי הדיבידנד הצפוי הבא:

- eps₀** - הרווח למניה בשנת 2025 הסתכם ב- **22.53** ₪ למניה.
- (1 - b)** - שיעור חלוקת הדיבידנד מתוך הרווחים בשנת 2025 (כולל הדיבידנד האחרון שהוכרז עליו ב- 10.3.2026) נאמד ב- **54.12%**.
- div₀** - הדיבידנד למניה בשנת 2025 (כולל הדיבידנד האחרון שהוכרז עליו ב- 10.3.2026) התקבל ממכפלת שני הפרמטרים האחרונים לעיל ונאמד ב- **12.19** ₪ למניה.
- NI₀** - הרווח הנקי המיוחס לבעלי מניות הבנק בשנת 2025 הסתכם ב- **2,260** מיליוני ₪.
- BV₋₁** - ההון המיוחס לבעלי המניות של הבנק בשנת 2024 הסתכם ב- **13,430** מיליוני ₪.
- BV₀** - ההון המיוחס לבעלי המניות של הבנק בשנת 2025 הסתכם ב- **14,614** מיליוני ₪.
- ROE** - שיעור התשואה להון הבנק לשנת 2025 מתקבל מחלוקת **NI₀** בממוצע ה- **BV** יום נאמד ב- **16.12%** לשנה.
- b** - שיעור ההשקעה מחדש של הרווחים הבלתי מחולקים בשנת 2025 נאמד ב- **45.88%**.
- g** - שיעור הצמיחה השנתי הקבוע הצפוי הן של הרווח למניה והן של הדיבידנד למניה התקבל ממכפלת **ROE** ב- **b** ונאמד ב- **7.40%** לשנה.

לאחר מכן, נאמד 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 היותו 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.