



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

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

מערך השווי רועי פולניצר אומד את שווי מניית פועלים ליום ה- 31 בדצמבר 2025 על בסיס מודל ה- DDM.

- המנייה 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 = 7.43
- הדיבידנד למניה הנוכחי = 3.10 ש.

המשתנה	שלב צמיחה גבוהה	שלב צמיחה יציבה
אופק היוון	5 שנים	5 שנים
שיעור התשואה להון	15.96%	10.10%
שיעור ההשקעה מחדש	58.32%	60.00%
שיעור צמיחת הרווח	9.31%	4.04%
רווח למניה	7.43	4.04
שיעור חלוקת הדיבידנד	41.68%	41.68%
דיבידנד למניה	3.10	3.10
אפק היוון	1.07	1.07
הבטיא	11.71%	11.71%
עלות הון עצמי	11.71%	11.71%

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)					
15.96%	15.96%	15.96%	15.96%	15.96%	15.96%
58.32%	58.32%	58.32%	58.32%	58.32%	58.32%
9.31%	9.31%	9.31%	9.31%	9.31%	9.31%
11.59	10.61	9.70	8.88	8.12	7.43
41.68%	41.68%	41.68%	41.68%	41.68%	41.68%
4.83	4.42	4.04	3.70	3.38	3.10
4.5	3.5	2.5	1.5	0.5	0.5
11.71%	11.71%	11.71%	11.71%	11.71%	11.71%
2.94	3.00	3.07	3.13	3.20	

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 מדיניות חלוקת הדיבידנד של הבנק היא לחלק על 60.00% מהרווח הנקי הרבעוני הנובע מפעולות גידול.
- ROE - שיעור התשואה להון התקבל מחלוקת ה- g ב- b ונאמד ב- 10.10% .

כעת, נגיש לחישוב שווי מניית הבנק בשלב הצמיחה הגבוהה (משנת 2031 לאינסוף מהוון לשנת 2030 ומשם מהוון בחזרה לשנת 2025).

2031E	2030E	2025A
(בש"ח למניה)		
10.10%	15.96%	15.96%
40.00%	58.32%	58.32%
4.04%	9.31%	9.31%
12.06	11.59	7.43
60.00%	41.68%	41.68%
7.24		3.10
11.71%		
4.04%		
	94.37	
	4.5	
	11.71%	
	57.34	

משך הצבר של שווי המנייה בשלב הצמיחה הגבוהה (57.34) של LMN (למניה) ושווי המנייה בשלב הצמיחה היציבה (57.34) של LMN (למניה) מתקבל שהשווי הפנימי של מניית פועלים על פי מודל ה- DDM הדו-שלבי (תזרימי הדיבידנד העתידיים הצפויים בגובה מהווים בשיעור היוון סביר) נאמד בכ- 72.67 ש. למניה, בעוד ששער הנעילה של מניית פועלים בבורסה נכון ל- 5.3.2026 עמד על 78.64 ש. למניה. המסקנה הנגזרת מכך היא שעל פי חישובי מניית פועלים (נסחרה ב- 5.3.2026 בבורסה 78.64 ש. למניה) בפרמטרים של 8.21% בחסל לשווי הנתקבל מהמודל של 72.67 ש. למניה) נכון ל- 31.12.2025, לסיכוי 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 ויצא לאור בהוצאה עצמית (עצמאית), זכה להצלחה רבה, ולדברי ד"ר שנתה מצול 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 1.07 (ערך מבחן $t = 8.645$). אנו מעריכים כי אומדן ביטא למניית הבנק של 1.07 מייצג היטב את הסיכון הסיסטמטי של מניית הבנק, ומבחן t מצביע על עצמת האומדן (בהסתברות 95% בין 0.82 לבין 1.31).

$E(Rm - Rf)$ - מחיר הסיכון. פרמיית הסיכון הממוצעת המאפיינת את השוק הישראלי בשיעור של 6.30% נקבעה לפי ציטוטי ארתור 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 :

$$Re = 4.71\% + 1.07 \cdot 6.30\% + 0.27\% = 11.71\%$$

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 פועלים ל- 31.12.2025 על בסיס מודל ה- DDM החד-שלבי:

2026E	2025A
(בש"ח למניה)	
15.96%	15.96%
58.32%	58.32%
9.31%	9.31%
8.12	7.43
41.68%	41.68%
3.38	3.10
11.71%	
9.31%	
140.98	
140.98	

קיבלנו ששווי הפנימי של מניית פועלים על בסיס מודל ה- DDM החד-שלבי (תזרימי הדיבידנד העתידיים הצפויים בגובה מהווים בשיעור היוון סביר) נאמד נכון ל- 31.12.2025 ב- 140.98 ש. למניה, בעוד שמחיר השוק של מניית פועלים (הנתקבל משיעור הנעילה של המנייה בבורסה לני"ע בתי"א) נכון ל- 5.3.2026 עמד רק על 78.64 ש. למניה.

המסקנה הנגזרת מכך היא שעל פי חישובי מניית פועלים (נסחרה ב- 5.3.2026 בבורסה 78.64 ש. למניה) בדיסקאונט של 44.22% ביחס לשווי שהתקבל מהמודל של 140.98 ש. למניה) נכון ל- 31.12.2025. זה לא הגיוני.

כיצד ניתן לעלות תחת האם תוצאת המודל שלנו היא סבירה או אם לאו? עלינו לבצע בדיקת סבירות לתוצאה שהתקבלה על ידי השוואתה לערך הפנסקטי של המנייה בספרי הבנק לשנת 2025. הערך הפנסקטי של המנייה בספרי הבנק בשנת 2025 הסתכם ב- 49.24 ש. למניה, ומאחר הערך הפנסקטי של המנייה בספרי הבנק בשנת 2025 78.64 ש. למניה) 5.3.2026. מאשר לתוצאה שקיבלנו 141.30 ש. למניה), הרי שמודל ה- DDM החד-שלבי איננו מתאים להערכת שווי מניית פועלים!!!!!! על כן, נעבוד להעריך את שווי המנייה על פי מודל ה- DDM הדו-שלבי.

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

כפי שראינו שיעור הצמיחה הצפוי של רווחי הבנק בהתבסס על שיעור תשואה להון של 15.96% לשנה ושיעור השקעה מחדש של 58.32% הוא 9.31% לשנה. שיעור צמיחה זה גבוה בהרבה משיעור הצמיחה הפרמנטית הנומינלית בישראל כיום (סביב ה- 4%). מודל DDM הדו-שלבי מניח כי ב- 5 השנים הקרובות הבנק ימשיך להיות שלב הצמיחה הגבוהה (High Growth Phase) וחלל משנה 6 וילך 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 הצבר של שווי המנייה בשלב הצמיחה הגבוהה ושווי

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

מודל היוון תזרימי הדיבידנד העתידיים (DDM)

פרופ' אסואת' דמדוראן, 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 דמדוראן, 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 שיוחלקו על ידו. בהיגיון, נתוני 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 הפועלים לרבעון הרביעי של שנת 2025 ולשנת 2025 כולה פורסמו רק ב- 5.3.2026, אנו נעריך את השווי הפנימי של מניית פועלים ל- 31.12.2025, המשקף מתזרימי הדיבידנד העתידיים הצפויים בגובה מהווים בשיעור היוון סביר ונבחן את התוצאה המתקבלת ביחס למחיר השוק של מניית הבנק ב- 5.3.2026 בבורסה לני"ע בתי"א.

הערכת שווי מניית פועלים 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 ואפליקטילי 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, נאמד את האומדנים האמפיריים הדרושים לחישוב תזרימי הדיבידנד הצפוי הבא:

- eps - הרווח למניה בשנת 2025 מתבסס ב- 7.43 ש. למניה.
- $(1 - b)$ - שיעור חלוקת הדיבידנד מתוך הרווחים בשנת 2025 (כולל הדיבידנד האחרון שהוכרז עליו ב- 5.3.2026) נאמד ב- 41.68% .
- div_0 - דיבידנד למניה בשנת 2025 (כולל הדיבידנד האחרון שהוכרז עליו ב- 5.3.2026) התקבל ממכפלת שני הפרמטרים האחרונים לעיל ונאמד ב- 3.10 ש. למניה.
- NV_0 - הרווח הנקי המיוחס לבעלי מניות הבנק בשנת 2025 הסתכם ב- $9,802$ מיליוני ש.
- BV_{-1} - שיעור המימוש לבעלי המניות של הבנק בשנת 2024 הסתכם ב- $58,150$ מיליוני ש.
- BV_0 - ההון המיוחס לבעלי המניות של הבנק בשנת 2025 הסתכם ב- $64,677$ מיליוני ש.
- ROE - שיעור התשואה להון הבנק לשנת 2025 מתקבל מחלוקת NV_0 בממוצע ה- BV עם נאמד ב- 15.96% לשנה.
- b - שיעור ההשקעה מחדש של הרווחים הבלתי מחולקים בשנת 2025 נאמד ב- 58.32% .
- g - שיעור הצמיחה השנתי הקבוע הצפוי הן של הרווח למניה והן של הדיבידנד למניה התקבל ממכפלת ROE ב- b ונאמד ב- 9.31% לשנה.

לאחר מכן, נאמד את האומדנים האמפיריים הדרושים לחישוב שיעור התשואה הנדרש ע"י המשקיעים במנייה 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 - רביית חסרת הסיכון בשיעור של 4.71% נקבעה כרביית נומינלית חסרת סיכון ארוכת טווח בישראל ל- 25 שנים לפי ציטוטי "שווי פיננסי" לתאריך 31.12.2025.