



# עלות ההון העצמי (COCEC - Cost of Common Equity Capital) הריאלית בענפי משק שונים בישראל נכון ל- 31 בדצמבר 2025

מעריך השווי המוערך האקטואר רועי פולניצר מציג טווח סביר למחירי ההון העצמי הריאליים לחברות קטנות בישראל מענפים שונים נכון ל- 31.12.2025.

במאמר זה אציג את עלויות ההון העצמי (ליתר דיוק עלויות הון המניות הרגילות), כלומר, התשואות הנדרשות על ידי בעלי מניות מהשקעותיהם במניות של חברות בישראל מענפי המשק השונים, נכון ל- 31.12.2025. עלויות ההון העצמי המוצגות במאמר זה הן עלויות ריאליות, כלומר, המתעלמות מהשפעות האינפלציה.

על מנת לאמוד בצורה אנליטית את שיעורי התשואה הנדרשים על ידי מחזיקי ההון העצמי בחברות ישראליות ע"פ הענף משק שאליו שייכת החברה, הסתייעתי בטכניקה הידועה כטכניקת ה-COCEC. טכניקת ה-COCEC משמשת לאמידת ה-Ke במודל ה-WACC (קרי, תוצאת מודל ה-CAPM), לאמידת שיעור הניכיון הראוי להיוון הלוואות בעלים, רווחים נקיים, זרמי דיבידנד ותזרימי מזומנים פנויים לבעלי ההון העצמי (FCFE) לערכם הנוכחי ולאמידת שיעור ה-Trend/Drift המשמש למידול ההתפתחות של מחירי המניה או התנהגות שוויי ההון העצמי העתידים של החברה בסידמולצית-מונטה קרלו תחת הנחת "עולם אמיתי" (Real-World).

הסבר מלא של טכניקת ה-COCEC חורג ממסגרת מאמר זה. המחשה ברורה של השימוש בטכניקת ה-COCEC ניתן למצוא בספרו של פולניצר "המדריך למעריכי שווי תאגידים", שנכתב בשיתוף עם האקטואר יוסי דקל ויצא לאור בהוצאת פרטית, זכה להצלחה רבה, ולדברי ד"ר שנהב מלול הוא מהווה "סטנדרט בתחום".

כידוע, הערכות כלכליות אינן מתיימרות להיות מדע מדויק ומסקנותיהן תלויות בתלויות במקרים רבים בשיקול הדעת הסובייקטיבי של מעריך השווי. לפיכך, אין עלות הון עצמי יחידה ובלתי מעורערת לענף. ולמרות שבהערכות השווי שאני מבצע מעל 20 שנה, אני קובע עלות הון עצמי ספציפית, הרי שלשם האמאמר קבעתי טווח סביר לעלויות ההון העצמי. למרות שאני סבור שעלויות ההון העצמי נשקבעו על-ידי הינן סבירות בהתבסס על טכניקת ה-COCEC והאומדנים האמפיריים שאמדת, הרי שמעריך שווי אחר עשוי היה להגיע לעלויות הון עצמי שונות.

## אומדנים אמפיריים

אציין ואדגיש שכל גישה לנושא, האקטוארית או הכלכלית, מבוססת על הנחות ועל אומדנים סטטיסטיים. יתרונה העיקרי של טכניקת ה-COCEC הינו פשוטה ומעוררת ביחס לשיטות אחרות. בנוסף טכניקת ה-COCEC מאפשרת בדיקות רגישות להנחות שונות.

כאומדן לשיעור הריבית חסרת הסיכון הריאלית בחרתי את שיעור התשואה הנגזר מעקום ריביות צמוד מדד חסר סיכון בישראל של שווי פנימי למח"מ של כ- 25 שנים נכון ל- 31.12.2025 (שווי פנימי נחשב לגורם מצטט מוכר בישראל לציטוט עקומי ריבית ומטריצות ריביות להיוון).

**הנחת הבסיס האקסיומטית של מעריכי שווי מימון תאגיד (CFV) בישראל העושים שימוש במונחים הענפיים בארה"ב עבור פרמטרים פיננסיים, הנקובים במחקריו של המלומד Aswath Damodaran, היא שהענף בישראל שאליו משתייכת החברה המוערכת מתנהג בדומה לענף המקביל בארה"ב, ועל כן הפרמטר הממוצע הענפי הנקוב במחקריו של המלומד עבור ענף מסוים בארה"ב מונח, ע"י מעריכי שווי תאגידים בישראל, כאומדן סביר המשקף באופן כלכלי נאות את הממוצע הענפי של הענף המקביל בישראל.**

כאומדן לביטא ההונית של כל ענף בחרתי את ה-Market Beta הממוצע הענפי נכון ל- 31.12.2025 מתוך מחקר של פרופ' Aswath Damodaran מאוניברסיטת NYU שכתרתו Levered and Unlevered Betas by Industry בארה"ב אשר פורסם ב- 9 בינואר 2026 באתרו Damodaran Online.

כאומדן לפרמיית השוק בישראל בחרתי את ה-Total Country Equity Risk Premium (כאשר אומדן ה-Country Risk Premium על מבוסס על אומדן ה-Rating-Default Spread based על דירוג מודיט) של מדינת ישראל נכון ל- 31.12.2025 מתוך מחקר של פרופ' Aswath Damodaran מאוניברסיטת NYU שכתרתו Risk Premiums for Other Markets אשר פורסם ב- 9 בינואר 2026 באתרו Damodaran Online.

כאומדן לפרמיית הסיכון הספציפי בחרתי ב- Size Premium נכון ל- 31.12.2024 מתוך מחקר של חברת הייעוץ הפיננסי Kroll (לשעבר Duff & Phelps) שכתרתו

## CRSP Deciles Size Premium אשר פורסם במרץ 2025

עלות ההון העצמי הנמוכה של כל ענף נאמדה על ידי באמצעות תוספת התשואה (הפער שבין התשואה תשואת המניה שהתממשה בפועל לבין תשואת המניה החזויה המתקבלת ממודל ה-CAPM) הנדרשת על ידי משקיעים בשוק ההון כפרמיית סיכון נוספת בגין השקעתם במניות של חברות ציבוריות בארה"ב ששווי השוק שלהן נע בין כמיליון דולר לבין כ- 304 מיליוני דולר. פרמיית גודל זו מתאימה לחברות פרטיות "קטנות" בישראל שהכנסותיהן השנתיות נעות בין כ- 4 מיליון ש"ח לבין כ- 971 מיליון ש"ח (תחת הנחת מכפיל של 3.19 ש"ח לדולר ארה"ב נכון ל- 31.12.2025) או עבור חברות ציבוריות "קטנות" בישראל ששווי השוק שלהן נע בין כ- 4 מיליון ש"ח לבין כ- 971 מיליון ש"ח.

עלות ההון העצמי הגבוהה של כל ענף נאמדה על ידי באמצעות תוספת התשואה (הפער שבין התשואה תשואת המניה שהתממשה בפועל לבין תשואת המניה החזויה המתקבלת ממודל ה-CAPM) הנדרשת על ידי משקיעים בשוק ההון כפרמיית סיכון נוספת בגין השקעתם במניות של חברות ציבוריות בארה"ב ששווי השוק שלהן נע בין כמיליון דולר לבין כ- 67 מיליוני דולר. פרמיית גודל זו מתאימה לחברות פרטיות "קטנות" בישראל שהכנסותיהן השנתיות נעות בין כ- 4 מיליון ש"ח לבין כ- 215 מיליון ש"ח (תחת הנחת מכפיל של 3.19 ש"ח לדולר ארה"ב נכון ל- 31.12.2025) או עבור חברות ציבוריות "קטנות" בישראל ששווי השוק שלהן נע בין כ- 4 מיליון ש"ח לבין כ- 215 מיליון ש"ח.

### עלות ההון העצמי הריאלית של ענפי משק שונים בישראל ל- 31.12.2025

טווח סביר למחירי הון עצמי ריאליים	
שם הענף	נמוך
כלל השוק	12%
כלל השוק (ללא פיננסיים)	13%
אלקטרוניקה (כללי)	13%
אלקטרוניקה (לצרכן ולמשרד)	12%
אנרגיה ירוקה ומתחדשת	12%
אריזה ומיכלים	13%
בידור	12%
ביטוח	11%
ביטוח אלמנטרי	10%
ביטוח חיים	11%
ביטוח משנה	10%
בניה למגורים	12%
בניית ספינות	11%
בנקאות	9%
ברוקראז' ובנקאות השקעות	14%
בתי חולים/מוסדות בריאות	12%
גומי ופמינים	10%
הובלה אווירית	12%
הובלות	13%
הוצאה לאור ועיתונות	10%
הלבשה	13%
הנדסה/בינוי	14%
הנעלה	13%
השכלה	12%
השמה/כח אדם	12%
השקעות וניהול נכסים	11%
חברות החוקה	12%
חומרי בניין	14%
חלקי חילוף לרכב	15%
חקלאות	14%
טבק	12%
טלוויזיה בכבלים	11%
כימיה (בסיסי)	13%
כימיה (מגוון)	12%
כימיה (מומחית)	13%
מוליכים למחצה	16%
מוצרי בריאות	12%
מחשבים/ציוד היקפי	15%
מידע וטכנולוגיה בתחום הבריאות	14%
מכונות	13%

המקור: "שווי פיננסי"

### עלות ההון העצמי הריאלית של ענפי משק שונים בישראל ל- 31.12.2025

טווח סביר למחירי הון עצמי ריאליים	
שם הענף	נמוך
מלונאות/משחקים	13%
מסעדות	12%
משקאות אלכוהוליים	12%
משקאות קלים	11%
מתכות וכריה	13%
מתכות יקרות	12%
נדל"ן (כללי/מגוון)	12%
נדל"ן (פיתוח)	12%
נדל"ן (תפעול ושירותים)	13%
נדל"ן לחשקה	11%
נופש	13%
נפט וגז (הפצה)	11%
נפט וגז (ייצור וחיפושים)	11%
נפט וגז (משולב)	9%
סיוטניא מוון	12%
עיבוד מוון	10%
עץ ונייר	13%
פחם ואנרגיה קשורה	13%
פיתוח מוצרים קוסמטיים	12%
פלדה	13%
פרסום	14%
ציוד בנייה	14%
ציוד ושירותים משרדיים	15%
ציוד חשמלי	15%
ציוד מוליכים למחצה	15%
ציוד תקשורת	12%
קליניקות רפואיות	12%
קמעונאות (REIT)	11%
קמעונאות (אספקה לבניה)	16%
קמעונאות (כללי)	12%
קמעונאות (מכולות ומזון)	14%
קמעונאות (מפיצים)	13%
קמעונאות (קווים מיוחדים)	14%
קמעונאות (רכב)	13%
ההיטים/ריהוט לבית	12%
רכבים ומשאיות	16%
שידור	10%
שירותי מחשוב	14%
שירותי מידע	12%
שירותי סביבה ופסולת	13%
שירותי שדות גז	13%
שירותי תקשורת	11%
שירותים פיננסיים (ללא בנקים וב)	13%
שירותים ציבוריים (כללי)	8%
שירותים ציבוריים (מים)	9%
תובלה אווירית	14%
תוכנה (אינטרנט)	17%
תוכנה (בידור)	13%
תוכנה (מערכת ואפליקציה)	15%
תחבורה (מסילות רכבת)	13%
תחנות כוח	10%
תעופה וחלל/הננה	13%
תקשורת אלווירית	10%
תרופות (ביוטכנולוגיה)	14%
תרופות (פרמקולוגיה)	13%

המקור: "שווי פיננסי"

הכותב הוא כלכלן, י"ר לשכת מעריכי השווי והאקטוארים הפיננסיים בישראל (IAVEA), מחבר הספר "המדריך למעריכי שווי תאגידים" (2025), בר-סמך בהערכות שווי, בעל מקצוע מוערך בתחומי הערכות השווי השונים, מקים איגוד מעריכי שווי מקצועי מוכר ובעל מוניטין אשר קיבל מסגן ראש הממשלה ומשר המשפטים (בהסכמת מ"מ נשיאת בית המשפט העליון) מינוי לכהן כחבר בוועדה לבחירת כלכלנים (מעריכי שווי) מטעם בתי המשפט בתפקיד נציג איגוד הערכות שווי מוכר בישראל וקיבל מהנהלת בתי המשפט מינוי לתפקיד מומחה מטעם בתי המשפט בתחום המומחיות כלכלה (הערכות שווי) ונכלל ברשימת המומחים של בתי המשפט בתחום המומחיות כלכלה (הערכות שווי).