



עלות החוב הפיננסי (COFDC - Cost of Financial Debt Capital) הריאלית בענפי משק שונים בישראל נכון ל- 31 בדצמבר 2025

מערך השווי המוערך האקטואר רועי פוליצר | מציג טווח סביר למחירי החוב הפיננסי הריאליים לחברות קטנות בישראל מענפים שונים נכון ל- 31.12.2025.

עלות החוב הפיננסי הריאלית COFDC של ענפי משק שונים בישראל ל- 31.12.2025

שם הענף	נמוך	גבוה
מלונאות/משקיים	9%	15%
מסעדות	8%	14%
משקאות אלכוהוליים	8%	14%
משקאות קלים	8%	14%
מתכות וכרייה	11%	17%
מתכות יקרות	11%	17%
נדל"ן (כלכל/מגוון)	8%	15%
נדל"ן (פיתוח)	8%	15%
נדל"ן (תפעול ושירותים)	9%	15%
נדל"ן להשקעה	7%	13%
נפט	8%	15%
נפט וגז (הפצה)	7%	14%
נפט וגז (ייצור וחימושים)	8%	14%
נפט וגז (משולב)	7%	14%
סיטונאי מזון	8%	14%
עיבוד מזון	8%	14%
עץ ונייר	9%	15%
פחם ואנרגיה קשורה	24%	30%
פיתוח מוצרים קוסמטיים	9%	15%
פלדה	9%	16%
פרסום	10%	16%
ציוד בנייה	10%	16%
ציוד ושירותים משרדיים	9%	15%
ציוד חשמלי	11%	17%
ציוד מוליכים למחצה	15%	21%
ציוד תקשורת	10%	16%
קליניקות רפואיות	9%	15%
קמעונאות (REIT)	7%	14%
קמעונאות (אספקה לבניה)	9%	15%
קמעונאות (כללי)	10%	16%
קמעונאות (מכולות ומזון)	9%	15%
קמעונאות (מפיצים)	8%	15%
קמעונאות (קווים מיוחדים)	10%	16%
קמעונאות (רכב)	8%	14%
רהיטים/רהיטות לבית	8%	14%
רכבות ומשאיות	10%	16%
שידור	7%	14%
שירותי מחשוב	10%	16%
שירותי מידע	8%	14%
שירותי סביבה ופסולת	8%	14%
שירותי שדות גז	9%	15%
שירותי תקשורת	7%	14%
שירותים פיננסיים (ללא בנקים וב	7%	13%
שירותים ציבוריים (כללי)	7%	13%
שירותים ציבוריים (מים)	7%	13%
תובלה אווירית	8%	15%
תוכנה (אינטרנט)	12%	18%
תוכנה (בידור)	11%	17%
תוכנה (מערכת ואפליקציה)	11%	17%
תחבורה (מסילות רכבת)	8%	14%
תחנות כוח	7%	13%
תעופה וחלל/הגנה	9%	15%
תקשורת אלחוטית	7%	13%
תרופות (ביוטכנולוגיה)	11%	17%
תרופות (פרמקולוגיה)	9%	16%

עלות החוב הפיננסי הנמוכה של כל ענף נאמדה על ידי באמצעות תוספת התשואה (הפער שבין התשואה תשואת המנייה שהתממשה בפועל לבין תשואת המנייה 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 שווי שוק להכנסות מסוג P/Sales של 1.0x ושע"ח יציג 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 החוב הפיננסי הגבוהה של כל ענף נאמדה על ידי באמצעות תוספת התשואה (הפער שבין התשואה תשואת המנייה שהתממשה בפועל לבין תשואת המנייה 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 שווי שוק להכנסות מסוג P/Sales של 1.0x ושע"ח יציג 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.

שם הענף	נמוך	גבוה
כלל השוק	9%	15%
כלל השוק (ללא פיננסיים)	9%	15%
אלקטרוניקה (כללי)	11%	17%
אלקטרוניקה (לצרכן ולמשרד)	19%	25%
אנרגיה ירוקה ומתחדשת	7%	14%
ארייה ומיכלים	8%	14%
בידור	9%	15%
ביטוח	8%	14%
ביטוח אלמנטרי	8%	14%
ביטוח חיים	9%	15%
ביטוח משנה	10%	16%
בניה למגורים	10%	16%
בניית ספינות	8%	14%
בנקאות	9%	15%
בנקראז' ובנקאות השקעות	9%	15%
בתי חולים/מסודות בריאות	8%	14%
גומי וצמיגים	7%	13%
הובלה אווירית	9%	15%
הובלות	9%	15%
הוצאה לאור ועיתונות	9%	15%
הלבשה	9%	15%
הנדסה/בינוי	11%	17%
הנעלה	12%	18%
השכלה	10%	16%
השמה/כח אדם	9%	15%
השקעות וניהול נכסים	9%	15%
חברות החזקה	10%	17%
חומרי בניין	9%	15%
חלקי חילוף לרכב	11%	17%
חקלאות	9%	15%
טבק	8%	14%
טלוויזיה בכבלים	7%	13%
כימיה (בסיסי)	8%	14%
כימיה (מגוון)	8%	14%
כימיה (מומחיות)	9%	15%
מוליכים למחצה	13%	19%
מוצרי בריאות	10%	16%
מחשבים/ציוד היקפי	11%	18%
מידע וטכנולוגיה בתחום הבריאות	9%	15%
מכונות	9%	15%

במאמר זה אציג את עלויות החוב (ליתר דיוק עלויות החוב הפיננסי), כלומר, התשואות הנדרשות על ידי בעלי חוב מהשקעותיהם בחלוואות של חברות ישראל מענפי המשק השונים, נכון ל- 31.12.2025. עלויות החוב המוצגות במאמר זה הן עלויות ריאליות, כלומר, המתעלמות מהשפעות האינפלציה.

על מנת לאמוד בצורה אנליטית את שיעורי התשואה הנדרשים על ידי מחזיקי איגרות החוב של חברות ישראליות ע"פ הענף שאליה שייכת החברה, הסתייעתי בטכניקה הידועה כטכניקה ה-COFDC. טכניקה ה-COFDC משמשת לאמידת ה-WACC במודל ה-Kd (קרי, תוצאת מודל לדירוג אשראי סינטטי), לאמידת שיעור הניכיון הראוי להיוון התחייבויות פיננסיות של החברה לערך הנוכחי ולאמידת שיעור ה-Trend/Drift המשמש למידול התפתחות מחירי האג"ח או התנהגות ערכי החוב העתידיים של החברה בסימולציות מונטה-קרלו תחת הנחת "עולם אמיתי".

הסבר מלא של שיטת ה-COFDC חורג ממסגרת מאמר זה. המחשה ברורה של השימוש בשיטת ה-COFDC ניתן למצוא בספרו של פוליצר "המדריך למעריכי שווי תאגידים", שנכתב בשיתוף עם האקטואר יוסי דקל ויצא לאור בחוצות פרטית, זכה להצלחה רבה, ולדברי ד"ר שנתב מלול הוא מהווה "סיטנדרט בתחום".

כידוע, הערכות כלכליות אינן מתיימרות להיות מדע מדויק ומסקנותיהן תלויות במקרים רבים בשיקול הדעת והסובייקטיביות של מעריך השווי. לפיכך, אין עלות חוב יחידה ובלתי מעורערת לענף. ולמרות שבהערכות השווי שאני מבצע מעל 20 שנה, אני קובע עלות חוב ספציפית, הרי שלשם המאמץ קבעתי טווח סביר לעלויות החוב. למרות שאני סבור שעלויות החוב שנקבעו על-ידי הנין סבירות בהתבסס על שיטת ה-COFDC והאומדנים האמפיריים שאמדת, הרי שמעריך שווי אחר עשוי היה להגיע לעלויות חוב שונות.

אומדנים אמפיריים

אציין ואדגיש שכל גישה לנושא, האקטוארית או הכלכלית, מבוססת על הנחות ועל אומדנים סטטיסטיים. יתרונה העיקרי של טכניקה ה-COFDC הינו פשטותה ומהירותה ביחס לשיטות אחרות. בנוסף טכניקה ה-COFDC 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 לחייון).

הנחת הבסיס האקטוארית של מעריכי שווי מימון תאגידי (CFV) בישראל העושים שימוש במוצעים העממיים בארה"ב עבור פרמטרים פיננסיים, הנוקבים במחקריו של המלומד Aswath Damodaran, היא שהענף בישראל שאינו משתייכת החברה המוערכת מתנהג בדומה לענף המקביל בארה"ב, ועל כן הפרמטר הממוצע הענפי הנוקב במחקריו של המלומד בעבור ענף מסוים בארה"ב מונה, ע"י מעריכי שווי תאגידים בישראל, כאומדן סביר המשקף באופן כלכלי נאות את הממוצע הענפי של הענף המקביל בישראל.

כאומדן לבטיח החוב של כל ענף השתמשתי בשלושה אומדים: (1) הבטיח ההוני הממוצע הענפי נכון ל- 31.12.2025 מתוך מחקר של פרופ' Aswath Damodaran מאוניברסיטת NYU שכתרתו Levered and Unlevered Betas by Industry בארה"ב; (2) הבטיח הנכסית הממוצע הענפי נכון ל- 31.12.2025 מתוך אותו מחקר של Damodaran; (3) יחס המינוף הפיננסי הממוצע הענפי נכון ל- 31.12.2025 מתוך מחקר של Damodaran שכתרתו Costs of Capital by Industry בארה"ב. מחקרים אלו פורסמו ב- 9 בינואר 2026 באתרו Damodaran Online.

כאומדן לפרמיית הסיכון השוק בישראל בחרתי את ה- Total Equity Risk Premium (כאשר אומדן ה-Country Risk Rating-based שלו מבוסס על אומדן ה- Default Spread בתבוסס על דירוג מודיסי) 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- Premium Size נכון ל- 31.12.2024 מתוך מחקר של חברת הייעוץ הפיננסי Kroll (לשעבר Duff & Phelps) שכתרתו CRSP Deciles Size אשר פורסם במרץ 2025.

הכותב הוא כלכלן, יו"ר לשכת מעריכי השווי והאקטוארים הפיננסיים בישראל (IAVFA), מחבר הספר "המדריך למעריכי שווי תאגידי" (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 (הערכות שווי) ונכלל ברשימת המומחים של בתי המשפט בתחום המומחיות לכלכלה (הערכות שווי).

המקור: "שווי פנימי".