

A construction site at night, illuminated by blue spotlights. A large tower crane stands on the left, and a multi-story building under construction is in the center. The scene is dark, with the blue lights creating a dramatic atmosphere.

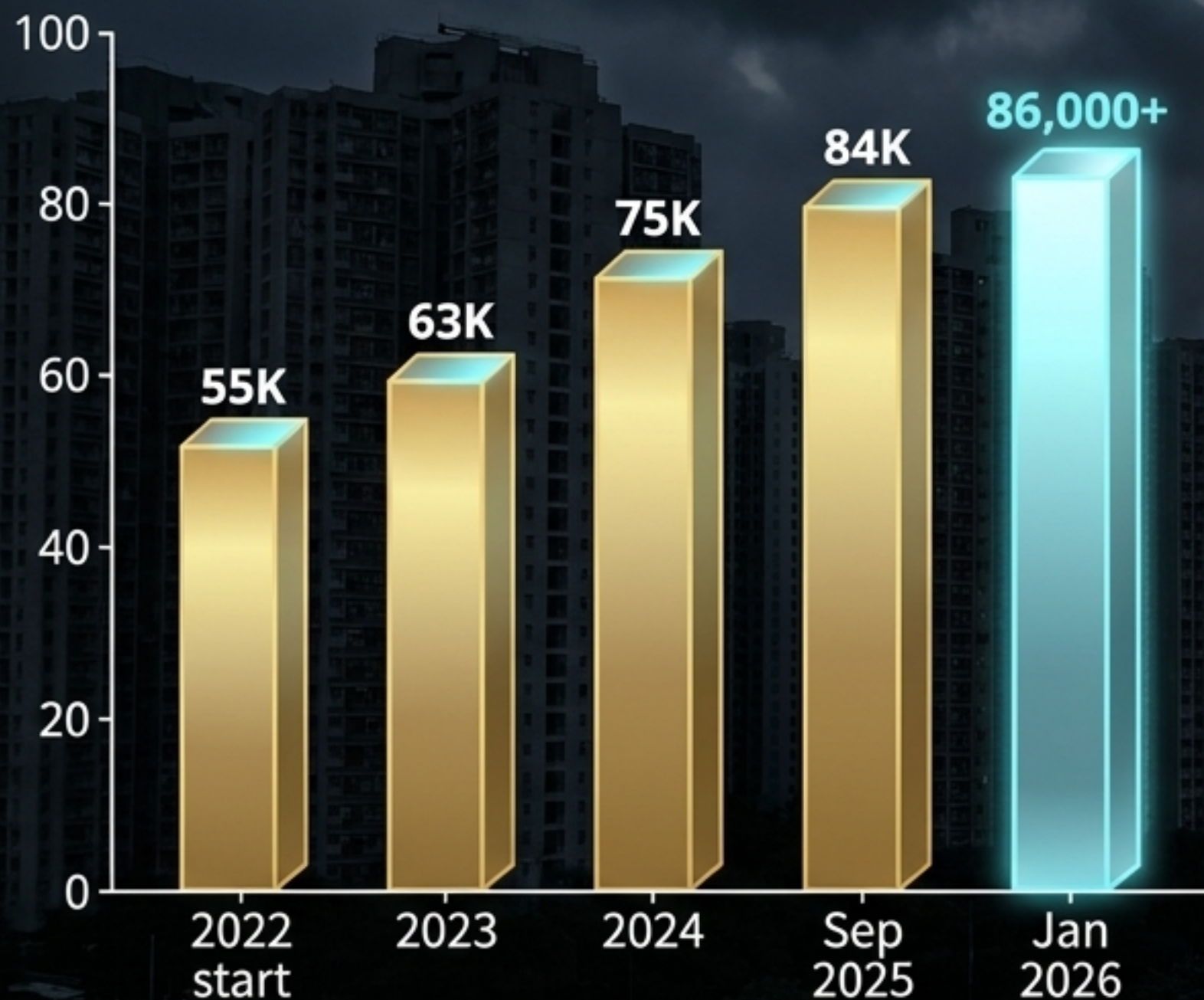
הסיכון הפיננסי המסתתר


במאזני הקבלנים


אשליית מדד המחירים, מלאי השיא  
ומלכוד מבצעי המימון


## פרדוקס ההיצע והלחץ התזרימי: שיא היסטורי של דירות לא מכורות

### Paradox Matrix



**מלאי חסר תקדים:** מעל ל-86,000 דירות חדשות לא מכורות. 

**משך זמן ספיגה:** 31.4 חודשי היצע בקצב המכירות הנוכחי (מעל שנתיים וחצי של מלאי על המדף). 

**ריכוז הלחץ:** עיקר המלאי התופח (כ-55%) כלוא דווקא באזורי הביקוש המרכזיים (תל אביב והמרכז). 



# אשליית מדד המחירים הרשמי: ניתוק בין חוזים למציאות

**הנתון הרשמי:** מדד מחירי הדירות של הלמ"ס מציג ירידה שנתית קלה של 1% בלבד ב-2025.

**העיוות הנסתר:** המדד מבוסס טכנית על מחירי חוזה נקובים, מבלי לתמחר את עלויות המימון האדירות שהקבלן סופג מאחורי הקלעים.

**הפער הכלכלי:** בעוד השוק הפיזי מתקרר והמלאי בשיא, המחיר הרשמי נותר 'קפוא' ואינו משקף את השווי הנקי.

# מנגנון העיוות: כיצד מבצעי 20/80 מנפחים את חוזי המכר

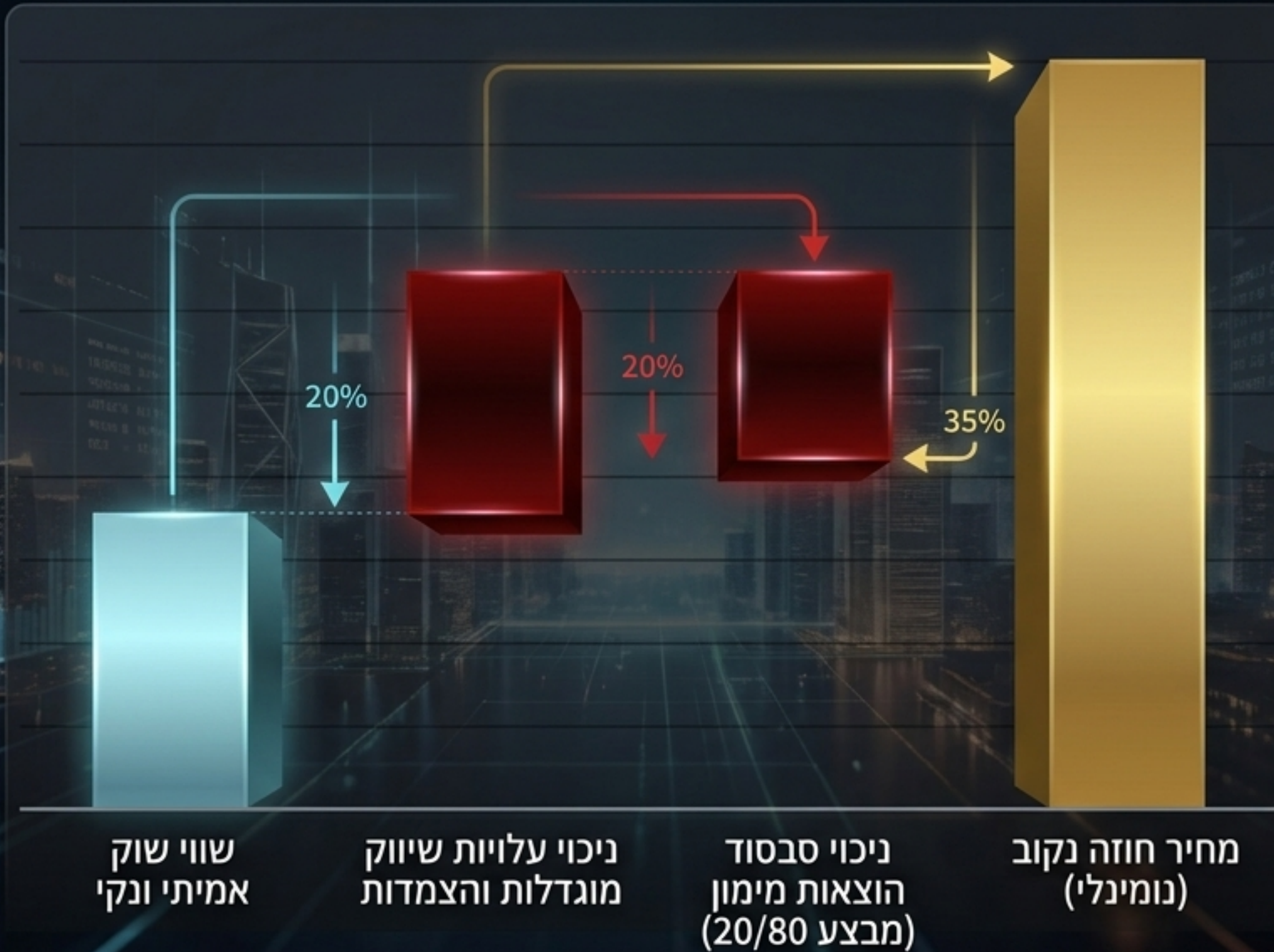


## קילוף מבצעי המימון: חשיפת המחיר הכלכלי האמיתי

**חישוב המחיר ה'נקי':** ניטרול שווי ההטבה המימונית מהמחיר הנקוב בחוזה.

**שחיקת השווי:** ככל שתקופת הבנייה מתארכת (כיום ממוצע של 28.3 חודשים) והריבית גבוהה, ההנחה הריאלית שסופג שסופג היזם מעמיקה.

**המסקנה הפיננסית:** שוק הדיור האמיתי נמוך משמעותית מנתוני המדד הרשמי.



מצגת זו מהווה סקירה כללית בלבד ואינה מהווה ייעוץ משפטי, תכנוני או פיננסי. אין להסתמך על הנתונים ללא בדיקה עצמאית.



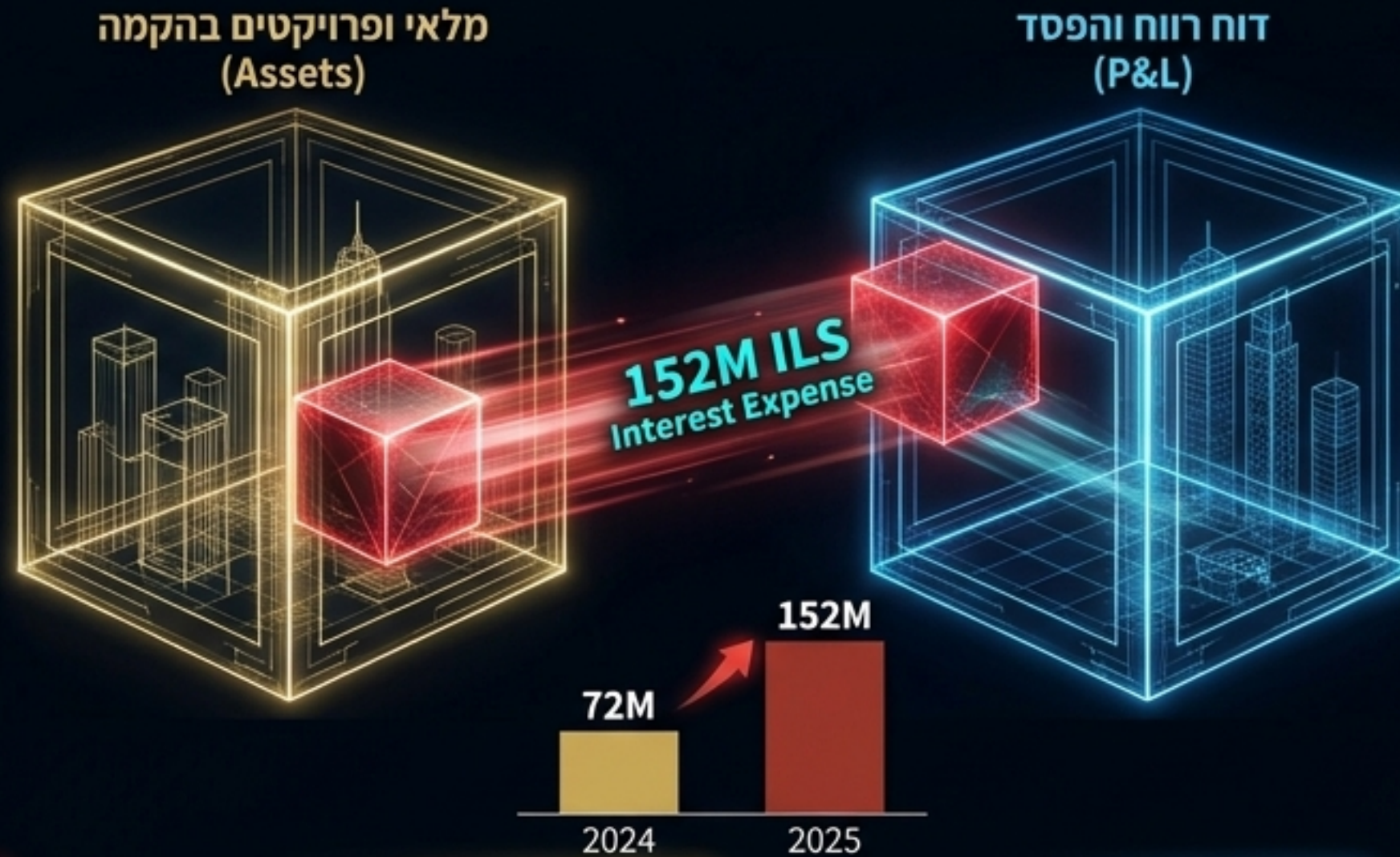
**טעויות מהותיות בתשקיפים:** חברות נדל"ן יזמי מדווחות על הכנסות המבוססות על מחירי מכירה הגבוהים ממחירי השוק.

**עיוות הרווח הגולמי:** דיווחים חסרים שלא לקחו בחשבון את העלויות המהונות של סבסוד מבצעי המימון.

**הסלמה באכיפה:** הרשות הודיעה כי ללא שיפור מיידים בשקיפות הגילוי ובחישוב העודפים, יפתחו הליכי אכיפה אגרסיביים.

# הסיכון המאזני הנסתר: להעלים את הריבית אל תוך המלאי

## Balance Sheet Migration



**הפצצה המתקתקת:** הריבית לא נעלמה, היא ממתינה להתפוצץ ולשחוק את הרווח הגולמי ברגע שהדירות יימכרו.

ב-2025: 152 מיליון ש"ח מהוצאות המימון הווטיונו ישירות לתוך המלאי והפרויקטים בהקמה (זינוק מכ-72 מיליון ש"ח ב-2024).

**מקרה בוחר (י.ח. דמרי):** זינוק דרמטי בריבית המהוונת.

**היוון ריבית:** טכניקה חשבונאית חוקית המאפשרת ליזמים לדחות את ההכרה בהוצאות המימון בדוח רווח והפסד, ולהעביר אותן לסעיף נכסים במאזן.

# עליית המינוף היזמי: החוב רץ מהר יותר מההון

## שחיקת כריות הביטחון:

חברות הנדל"ן נאלצות ליטול אשראי אגרסיבי כדי להחזיק את המלאי התופח ולממן את הפריסות הארוכות לרוכשים.

## זינוק באשראי לענף:

היקף האשראי שצרכו יזמי הנדל"ן למגורים קפץ ב-40% בשנת 2025 ל-69 מיליארד ₪.

## יחס חוב נטו ל-CAP:

אצל ענקיות בנייה המינוף מזנק (מקרה בוחן עמרם אברהם: טיפוס ל-72%, יחס חוב ברוטו להון עלה ל-2.7).



# שחיקת כושר הספיגה הבנקאי: הסיכון המערכתי גובר



**כושר ספיגה של פרויקטים:**  
יכולת הבנק המלווה לספוג  
יספוג ירידת מחירים מבלי  
שהפרויקט יהפוך להפסדי.

**צניחה דרמטית: כושר**  
הספיגה הממוצע צלל מ-70%  
ל-58% בלבד.

**זינוק בסיכון הגבוה: שיעור**  
הפרויקטים המוגדרים ב'סיכון  
גבוה' (כושר ספיגה מתחת ל-15%  
קפץ מ-22% ל-33% בקרב  
חמשת הבנקים הגדולים.

**המשמעות: הבנקים קרובים**  
לקצה הגבול ביכולתם  
'להנשים' פרויקטים  
תקועים.

# שרשרת הסיבתיות המתוזמנת (Lead-Lag Chain): ממלאי לקריסה

פער זמן: 21 חודשים

קריסות  
קבלנים  
ויזמים

מלאי שיא  
מצטבר

**תוצאות בשטח:** מעל 800 חברות קבלניות ויזמיות קרסו במהלך 2025, עם עוד 270 קריסות מתועדות בארבעת החודשים הראשונים של 2026.

**המלאי היום מנבא את העתיד:** עודף ההיצע והלחץ התזרימי מבשילים לחדלות פירעון בלאג קבוע.

**המתאם הקריטי:** קיימת קורלציה כמעט מושלמת ( $r \approx 1.0$ ) בין רמות רמות המלאי לגל קריסות החברות – בעיכוב מובנה של 21 חודשים.



**גידור סיכוני ביצוע (ConTech): מעבר**  
לשותפויות לחלוקת סיכון עם קבלני ביצוע והכנסת שיטות תיעוש לקיצור משך הבנייה ועלויות המימון.



**זיהוי מוקשי מאזן:**  
ניתוח מעמיק של סעיף 'מלאי ופרויקטים בהקמה' כדי לאתר הוצאות מימון מהוונות שנדחו.



**פסילת אשליות ערך:**  
משקיעים ואנליסטים חייבים להעריך פרויקטים לפי מבחן הרגישות התזרימי ('הכנסה מגבייה בפועל' מול 'עלות ביצוע מעודכנת') ולא לפי מחירי החוזה המדווחים.

# מפת דרכים לשקיפות ומקורות המידע הרשמיים

**מפת הדרכים לשקיפות:** דרישה לדיווחים נקיים מסבסוד מימוני כדי לבסס קבלת החלטות על ערך הכלכלי האמיתי של הנדל"ן.

תשתית הנתונים של המצגת מבוססת באופן בלעדי על דיווחי הרגולטורים המחמירים ביותר בישראל, המזהירים כולם מפני אותם סיכונים מערכתיים.



**הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה (למ"ס).**

**בנק ישראל**  
(דוח היציבות הפיננסית וכושר הספיגה).

**רשות המסים בישראל**  
(הכלכלן הראשי).

**רשות ניירות ערך**  
(הנחיות גילוי ואכיפה לחברות המדווחות, ינואר 2026).

