

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

חומר רקע למפגש ינואר 2020:

**נאותות שיעור ההיוון (cap rate) של נדל"ן מניב בישראל, על רקע פערים
מתמשכים בין שווי שוק להון עצמי בחברות נדל"ן מניב ולאור מחירי עסקאות בפועל**

רקע

לאחרונה, אנו עדים לשיח ער באשר לנאותות שיעור ההיוון (cap rate) בו נעשה שימוש, בדרך כלל באמצעות שמאי המקרקעין, לצורך אמידת השווי ההוגן של נדל"ן מניב בישראל בחברות הציבוריות. השיח נובע בין היתר מפערים מתמשכים בין שווי שוק להון עצמי בחברות נדל"ן מניב. חשוב להדגיש כי רווחיות החברות הציבוריות בענף הנדל"ן המניב נובעת במידה רבה מרווחי שיעור, הממוצע השנתי בין 2010 ל-2017 עומד על כ- 46% מהרווח לפני מס שהשיגו כלל החברות¹ ולכן שיעור ההיוון הינו בגדר אומדן קריטי עבורן. מעבר לכך, לשיעור ההיוון יש השלכות נגזרות נוספות, לרבות בהקשר של מימון בנקאי לנכסים.

שיעור ההיוון (capitalization rate) הוא אחד מהפרמטרים המשמעותיים ביותר בהערכת שווי הוגן של נדל"ן מניב. ה-cap rate הוא מחיר ההון המשוקלל (WACC) שמייצג את התשואה הנדרשת שעל הנכס להניב, והוא משמש להערכת נדל"ן מניב בכל רחבי העולם. ה-cap rate מורכב משער ריבית חסר סיכון ופרמיית סיכון אשר מושפעת בן השאר מזהות השוכר, משך חוזי השכירות ומיקום הנכס. לצורך המחשה, שיעור ההיוון לנכסים עם שוכרים שאיתנותם הפיננסית טובה במיוחד (למשל חברות ביטוח, בנקים ומשרדי ממשלה) ועם חוזי שכירות לתקופות ארוכות, מאופיינים בשיעור היוון נמוך יחסית, ואילו נכסים עם חוזי שכירות עם חברות שאינן יציבות או לתקופות קצרות, מאופיינים לרב בשיעור היוון גבוה מהממוצע. גורמים נוספים אשר יכולים להשפיע על שיעור ההיוון הינם מחירי חידוש החוזים, הוצאות תפעול הנכסים, השקעות הוניות שנדרשות ועוד.

שאלת נאותות שיעור ההיוון (cap rate) של נדל"ן מניב בישראל כיום, מתחדדת לאור תשואות הנגזרות ממספר עסקאות מכירה של נכסי נדל"ן מניב משמעותיים שהתבצעו לאחרונה ובוצעו בשיעורי היוון נמוכים מאלה בהם נעשה שימוש בהערכות השווי המצורפות לדוחות חברות הנדל"ן². כך למשל, בחודש נובמבר האחרון פורסמה עסקה שנעשתה בין אמות ונכסים ובניין אשר במסגרתה אמות רכשה

¹ בנק ישראל – "דוח היציבות הפיננסית", מחצית שניה של שנת 2018.

² ראו למשל בהקשר זה את אמירתו של מנכ"ל קבוצת עזריאלי בשיחת ועידה בנושא תוצאות הרבעון השלישי של הקבוצה: "היו כמה עסקאות מעניינות בשוק ב-cap rates שלטעמי הלא אובייקטיבית מייצגים את השווי של הנכסים בצורה הרבה יותר מהימנה ונאמנה". מתוך הקלטת שיחת ועידה קב' עזריאלי תוצאות 30.09.2019, החל מהדקה 12:20.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

50% מקניון קריית אונו. כפי שניתן לראות בדוחותיה הכספיים של נכסים ובניין³, הכירה החברה ברווח שערך של 37 מיליון שקל (לפני מס) בגין העסקה. עסקת הרכישה הזו משקפת תשואה של כ-6.32%. עסקה נוספת שנערכה לאחרונה הייתה עסקה בה חברת מגה אור מכרה נכס במודיעין. בדוחותיה הכספיים⁴, ציינה מגה אור שהיא מעריכה שתרשום רווח של כ-66 מיליון שקל בגין מכירת הנכס, לאחר מס. על פי דוחותיה הכספיים של החברה, מדובר על עסקה שמשקפת תשואה של כ-5%. בחודש אוקטובר האחרון אמות רכשה מחברת טבע מרכז לוגיסטי באזור התעשייה חבל מודיעין תמורת 445 מיליון ₪, העסקה שקפה שיעור תשואה של כ-5%. עסקה רביעית אשר הושלמה בשבועות האחרונים היא רכישת מניות המיעוט של חברת הביטוח מגדל בקניון רמת אביב על ידי מליסרון. על פי הפרסומים, העסקה משקפת לנכס שווי של 2.8 מיליארד ₪ כאשר שווי בספרים של מליסרון עומד על 2.5 מיליארד ₪ לפי השמאות האחרונה. שיעור התשואה הנגזר מהעסקה הוא כ-5.6%.

הקריטריון של ה-IFRS לשיעור ההיוון

IFRS 13 מגדיר שווי הוגן כמחיר שהיה מתקבל ממכירת נכס בעסקה "רגילה" בין משתתפים בשוק במועד המדידה, בתנאי שוק נוכחיים. בין אם קיימות עסקאות שניתנות לצפייה בפרט המוערך ובין אם לאו, מטרתה של מדידת השווי ההוגן הינה לאמוד את מחירו הפוטנציאלי של הפריט בעסקה (היפותטטית) רגילה בין משתתפים בשוק במועד המדידה, ובתנאי השוק הנוכחיים. כלומר, התפיסה היא שיש להביא בחשבון את כל הפרמטרים שאותם היה מביא בחשבון משתתף שוק בעסקה כאמור במועד המדידה. ההגדרה מציינת במפורש שהעסקה התיאורטית מתבצעת במועד המדידה, ובכך התקן מדגיש כי תנאי השוק אשר יובאו בחשבון לצורך קביעת ההערכה, יהיו תנאי השוק השוררים במועד הערכה, ולא במועדים קודמים או תנאי שוק אשר יכול וישררו בעתיד.

התקן קובע מדרג, המסווג את הנתונים המשמשים למדידת השווי ההוגן לשלוש רמות עדיפות, מתוך מטרה ליצור עקביות והשוואתיות במדידות שווי הוגן. רמה 1- מחירים מצוטטים בשוק פעיל עבור נכסים זהים. רמה 2- נתונים רלבנטיים, מלבד מחירים מצוטטים, שניתנים לצפייה עבור הנכס, במישרין או בעקיפין. רמה 3- נתונים שאינם ניתנים לצפייה עבור הנכס. כלומר, מדרג זה מעניק את העדיפות הגבוהה ביותר לנתונים שהם נתונים נצפים. מדרג זה משמש את התקן לא רק במתן עדיפות לנתונים שבהם נעשה שימוש לצורך יישום טכניקת ההערכה אלא גם לצורכי סיווג הערכת השווי בכללותה למטרות גילוי. חברות הנדל"ן המניב הנסחרות בישראל, על פי דיווחיהן, מעריכות את הרב המוחלט של הנדל"ן להשקעה שלהן בהתבסס על רמה 3.

³ דוחות רבעוניים של נכסים ובניין ליום 30 בספטמבר 2019- ביאור 3, אירועים לאחר תאריך המאזן.

⁴ דוחות רבעוניים של מגה אור החזקות בע"מ ליום 30 בספטמבר 2019- ביאור 4, אירועים מהותיים בתקופת הדיווח.

תכנית בחשבונאות

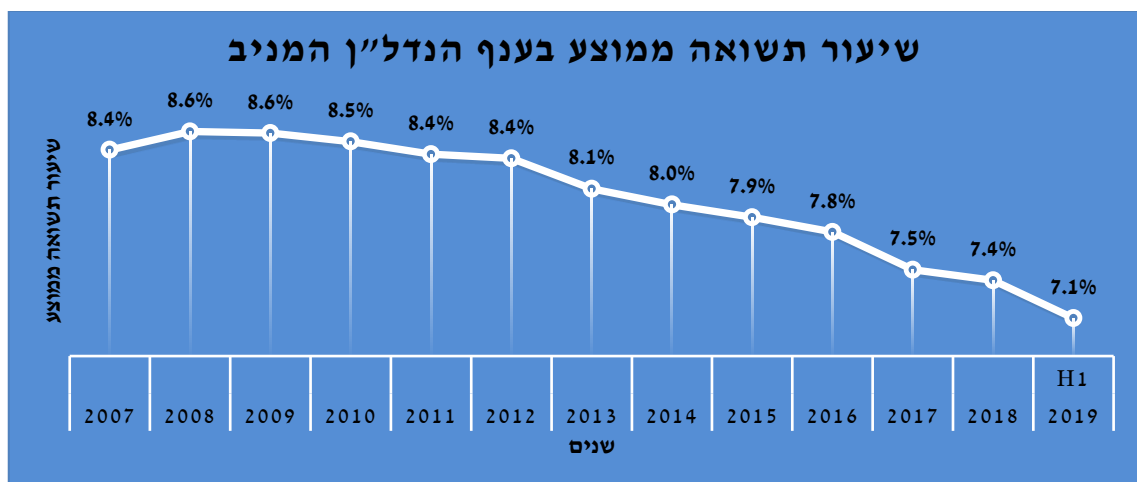
פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

הקביעה האם עסקה מסוימת שנצפתה בשוק מהווה עסקה רגילה היא קריטית לצורך הקביעה מהו המשקל אשר יינתן למחיר שהושג במסגרתה בעת קביעת השווי ההוגן של הפריט אותו מעריכה הישות המדווחת. אם למשל מדובר בעסקה שאינה רגילה, יש לתת לה משקל נמוך, אם בכלל, בעת קביעת השווי ההוגן. חשוב לציין כי התקן קובע במפורש שגם כאשר לא מתקיים שוק פעיל בנכס מסוים, אין בעובדה הזאת לכשעצמה כדי להביא למסקנה לפיה כל העסקאות בשוק הינן בלתי רגילות.

ענף הנדל"ן המניב בישראל

ענף הנדל"ן המניב בישראל הוא משמעותי במשק. המערכת הפיננסית בישראל חשופה במידה רבה לענף הנדל"ן המניב יותר מאשר לכל ענף אחר. בשנת 2017 למשל, חמשת הבנקים הגדולים העמידו אשראי שהיקפו 59 מיליארד ₪ לחברות נדל"ן מניב, מדובר ב-14% מהאשראי המאזני למגזר העסקי ו-6.6% מאשראי הבנקים בישראל. באופן כללי, האשראי שניתן לענף מגיע לכ-140 מיליארד ₪ המהווים כ-10% מהאשראי במשק וכ-16% מהאשראי למגזר העסקי. החברות הציבוריות מחזיקות בכ-65% מסך הנכסים המניבים במשק הישראלי. נכון לסוף שנת 2018, 16% מסך השווי של התאגידים הנסחרים במשק (בנטרול הבנקים וחברות הביטוח) הינן חברות נדל"ן מניב⁵.

על פי נתוני השמאי הממשלתי⁶, אפשר לראות ששיעור התשואה הממוצע בישראל, בכלל המגזרים (תעשייה ולוגיסטיקה, מסחר ומשרדים), נמצא במגמת ירידה בשנים האחרונות:



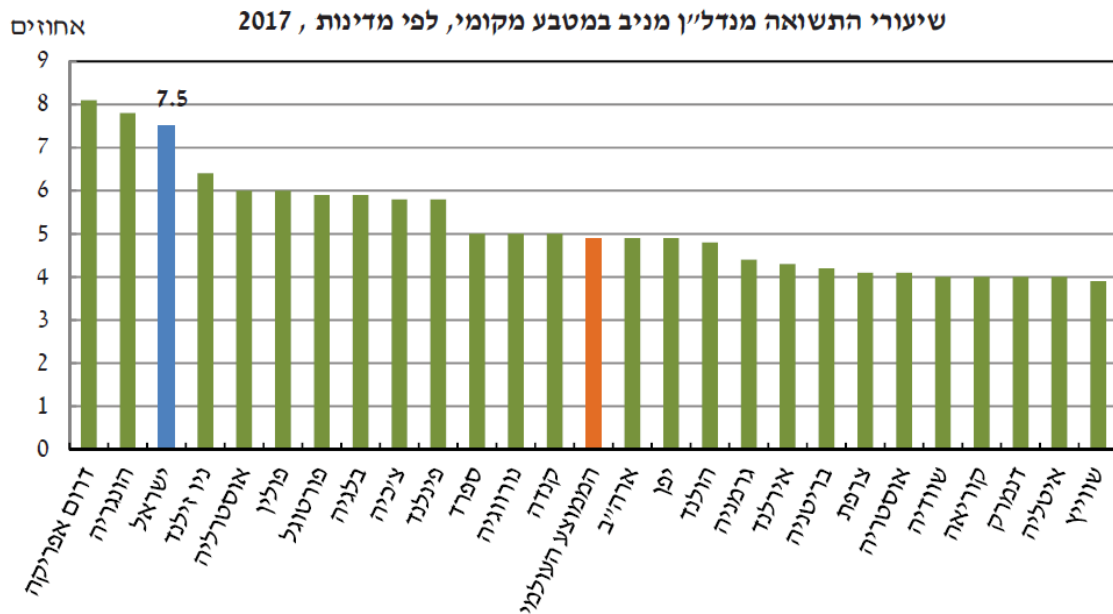
⁵ הנתונים בפסקה זו נלקחו מתוך "דוח היציבות הפיננסית למחצית השנייה של 2018" שפורסם על ידי בנק ישראל.

⁶ אגף שומת מקרקעין, משרד המשפטים – "סקירת שיעורי תשואה בנכסים מניבים", מחצית ראשונה של שנת 2019, (עיבוד של הסגל המקצועי של פורום שווי הוגן).

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

ולמרות מגמת הירידה, חשוב לדעת ששיעורי התשואה בישראל נחשבים גבוהים בהשוואה בין לאומית⁷:



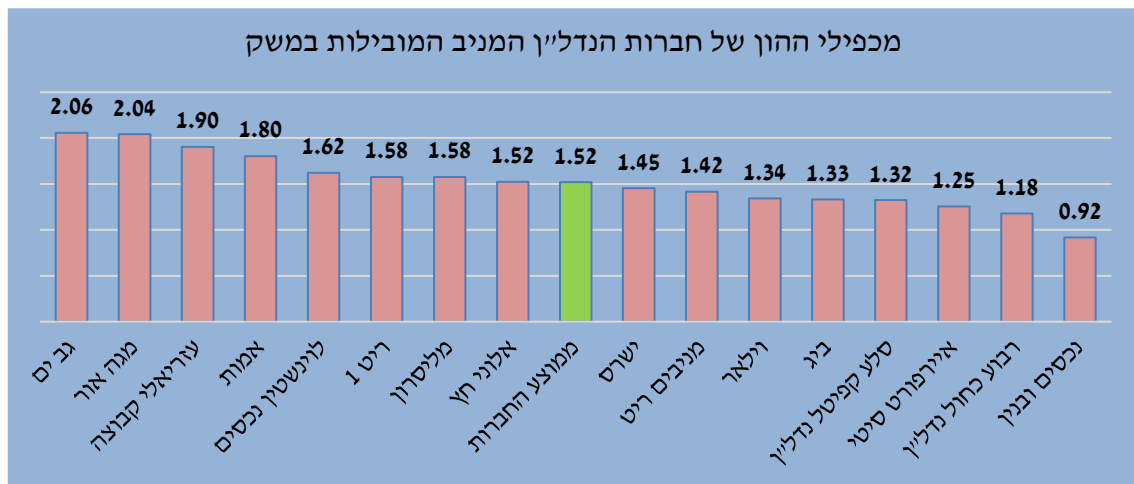
⁷ בנק ישראל – דוח היציבות הפיננסית דצמבר 2018, תיבה 2- "הנדל"ן המניב בישראל".

תכנית בחשבונאות

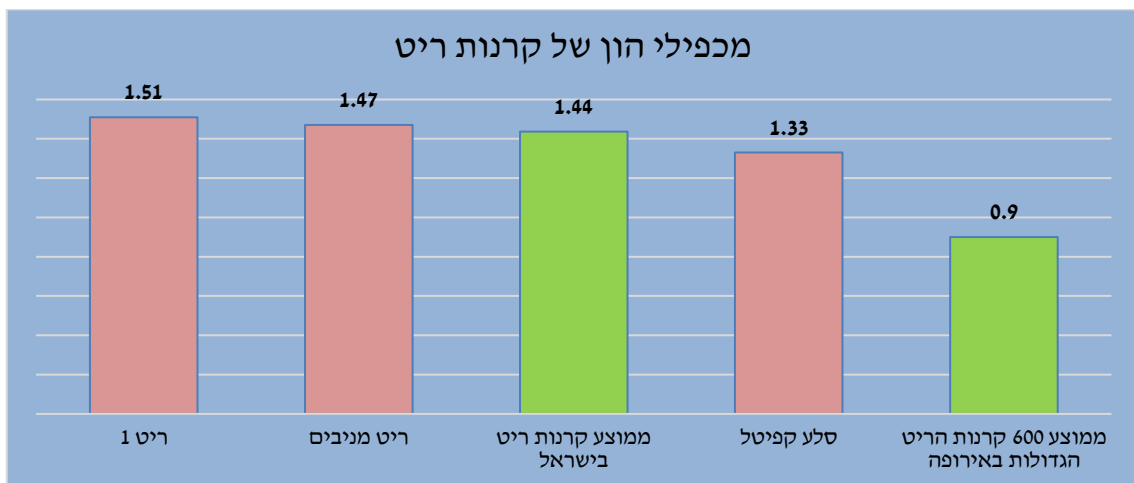
פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

שווי הנדל"ן המניב הנגזר ממחירי השוק בישראל

כשבוחנים את מכפילי ההון של חברות הנדל"ן המניב הציבוריות הגדולות בישראל, ניתן לראות שרובן המוחלט נסחרות במכפיל הגדול מ⁸1.



אם מסתכלים על קרנות הריט באירופה, מכפיל ההון הממוצע בהם הן נסחרות הוא 0.9%. בישראל לעומת זאת, מכפיל ההון הממוצע של קרנות הריט העוסקות בנדל"ן מניב הוא 1.44¹⁰.



⁸ הנתונים נכונים ל-5 בדצמבר 2019.

⁹ STOXX EUROPE 600 REITS INDEX, הנתונים נכונים ל-29 בנובמבר 2019.

¹⁰ מתוך אתר המא"ה, הנתונים נכונים ל-23 בדצמבר 2019.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

בשביל לשקף בצורה טובה יותר את פרמיית השוק יצרנו מדד משוקלל, אשר אמור לשקף בצורה גסה את שווי השוק של הנכסים של החברות אל מול שווים בספרים, על בסיס הנוסחה הבאה:

$$\text{מדד משוקלל} = \frac{\text{חוב במחירי שוק} + \text{שווי שוק של החברה}}{\text{חוב בספרים} + \text{התחייבות מיסים נדחים} + \text{הון המיוחס לבעלים}}$$

כאשר נוקטים בגישה שמרנית ומוסיפים להון של החברות את התחייבות המיסים הנדחים שלהן ובנוסף מתקננים את ההפרש בין שווי האג"ח של החברות בספרים לבין שווי השוק שלהן (על מנת לשקף בצורה נכונה יותר את פרמיית השוק. באשר לחובות לבנקים, בהעדר נתונים אחרים, לקחנו את הערך בספרים כאומדן לשווי השוק) ניתן לראות שהמדד המשוקלל של רב החברות גבוה מ-1. הממוצע של המדד המשוקלל של החברות, בנטרול התחייבות המיסים הנדחים ולאחר תקנון של ההפרש מול שווי השוק של ההתחייבות בגין האג"ח, הוא 1.21¹¹ ו-1.25 במידה ומוסיפים רק מחצית מהתחייבות המיסים הנדחים של החברות.

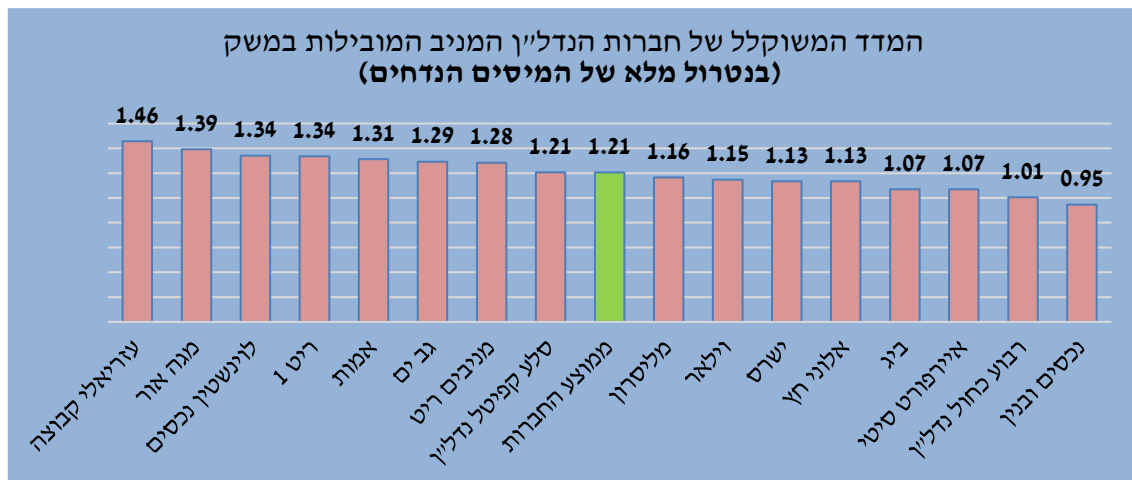
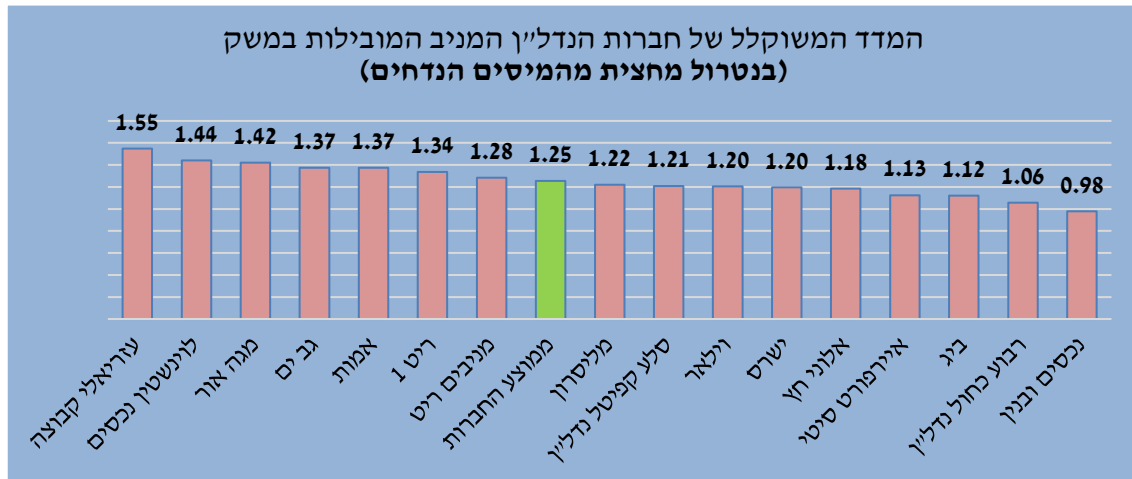
אם מניחים הנחה מפשטת, שכל הנכסים של החברות הם נכסים משוערכים (כלומר אין נכסים להשבחה, מקרקעין או פעילות כלכלית שאינה מבנים להשכרה), המשמעות היא כי יש להוריד את שיעור ההיוון בכ-21% בממוצע.

יש לציין כי קיומם של נכסים להשבחה ופעילות כלכלית שאינה נדל"ן מניב (למשל פעילות נדל"ן יזמית או פעילות בתחום דיור מוגן) מקטין את הפער שמיוחס לשער ההיוון. התוצאה שהתקבלה היא אינדיקטיבית בלבד שהרי עבודה יסודית ומלאה דורשת להתחשב בשיעורי המינוף ולהציג את הפרמיה כפונקציה של שיעורי המינוף, הרכב הנכסים, מיקום הנכסים וכיוצא בזה.

¹¹ הנתונים מתוך אתר הבורסה והדוחות הכספיים של החברות לרבעון השלישי ב-2019, הנתונים נכונים לתאריך ה-05.12.2019.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum



התפתחות שיעור ההיוון בישראל (2014 – 2018)

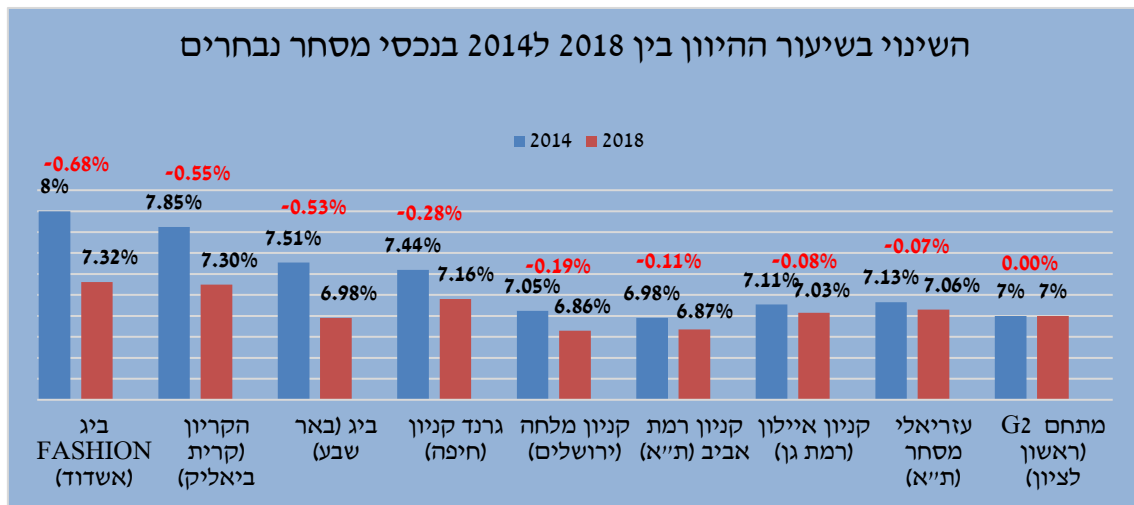
למרות הירידה בשיעור הריבית חסרת הסיכון ארוכת הטווח בישראל, נראה כי לא הייתה ירידה מקבילה בשיעורי ההיוון. כשבוחנים למשל את ענף המסחר, ניתן להיווכח כי במרבית הנכסים שנבדקו על ידי הצוות המקצועי של הפורום, לא הייתה ירידה משמעותית בשיעור ההיוון בשנים האחרונות¹².

¹² הנתונים נלקחו מהערכות השווי המהותיות שמפורסמות מעת לעת על ידי החברות באתר המאי"ה ומתוך הדוחות הכספיים של החברות, חלק מהנתונים עובדו על ידי הסגל המקצועי של הפורום לצורך חישוב שיעור היוון משוקלל.

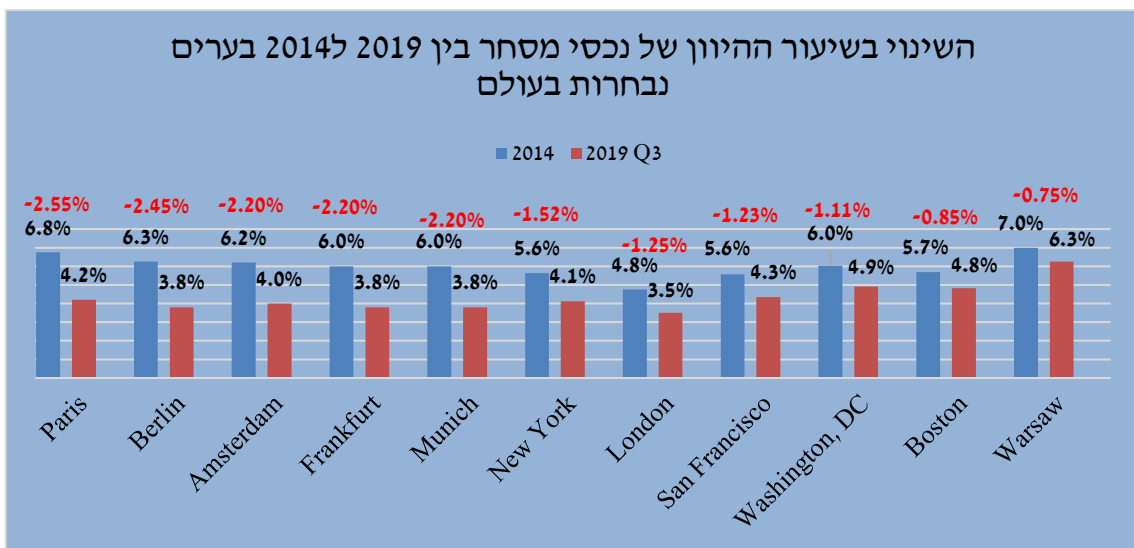
תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

הסבר חלקי אפשרי הוא עליה בפרמיית הסיכון עקב חשיפת ענף המסחר לקנייה מקוונת שמקזזת את הירידה בשיעור בריבית חסרת סיכון. מכאן שניתוח שיעור ההיוון נדרש לכלול התייחסות לתמהיל העסקים של חברת הנדל"ן המניב, כמו למשל בנדל"ן מסחרי, קניונים - בהבחנה ממתחמי קנייה פתוחים, משרדים, מיקום.



בהסתכלות בין-לאומית, התשואות של נכסי פריים בתחום ה-Retail בעולם באותה תקופת זמן חוו ירידה משמעותית¹³:

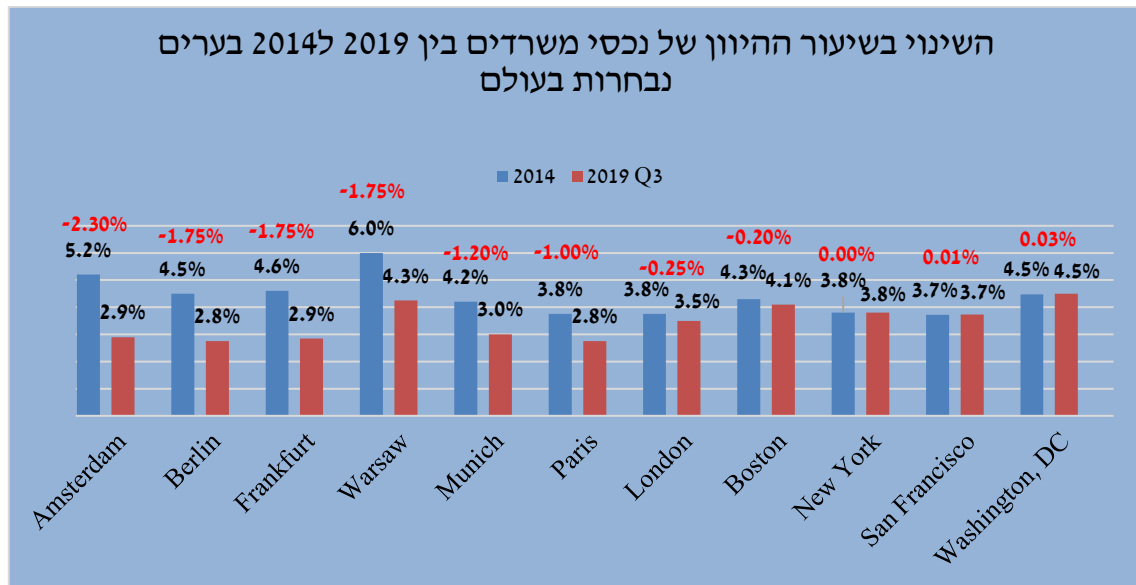


¹³ מקור הנתונים: Jones Lang LaSalle Incorporated (JLL).

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

גם נכסי משרדים בעולם חוו ירידו משמעותיות בתשואות שלהם בשנים האחרונות:



שמאי המקרקעין קונפורטי רביב ערך ניתוח השוואתי (מצורף כנספח לחומר רקע זה), אשר מטרתו לאמוד את שיעור ההיוון לתזרים מזומנים של נכסים על ידי הערכה של שיעור ההיוון הראוי ל"נכסי איכות". בניתוח, השמאי השתמש בשיעור ההיוון של נכסי פריים במערב אירופה כבסיס לתחשיב שיעור ההיוון לנכסי פריים בארץ, בין היתר כיוון שהשקעה במרכזים אלו מהווה אלטרנטיבה לגופי ההשקעה המרכזיים בישראל וכן כיוון שבמדינות אלה מתקיים שוק רחב יותר בו מספר רב יחסית של עסקאות השוואה. הניתוח נעשה על ידי השוואה בין התשואה של מרכזים מסחריים איכותיים במדינות באירופה אל מול תשואת אג"ח ממשלתי באותן מדינות, כאשר המחשבה מאחורי ניתוח זה היא שהתשואה הנדרשת מנכס מניב שהוא נכס פריים, מהווה תשואה אלטרנטיבית לאפיק השקעה פיננסי חסר סיכון (אג"ח ממשלתי) לזמן ארוך, מאחר וזהו אפיק השקעה הדומה ביותר במאפייניו להשקעה בנדל"ן. שיעור זה, על פי השמאי, אמור לבטא את התשואה הנדרשת מנכס מניב לו תזרים מזומנים יציב ואיכותי (מצד שוכרים) בעל איכות פיסית גבוהה, הממוקם באזור "פריים". מהניתוח עולה כי בהיבט הבינלאומי, התשואות לנכסי פריים במדינת ישראל בשנת 2014 היו צריכות להיות כ-6%, ב-2015 בטווח שבין 6%-6.2%, ב-2016 בטווח של ה-6%, וב-2017 וב-2018 בטווח הנמוך מ-6%. ב-2019, בין השאר בעקבות הירידה החדה בתשואות האג"ח הממשלתית של ישראל, מעריך השמאי כי שיעורי התשואה אמורים להתייצב סביב כ-5%.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

שאלות לדיון

1. האם השווי ההוגן של נדל"ן מניב בישראל משקף כיום את ההגדרה לשווי הוגן ב-IFRS?
2. האם יש צורך לבצע הבחנה בין סוגים שונים של נדל"ן מניב – ולהביא בחשבון למשל בקניונים את מרכיב הסיכון שגלום בפעילות עצמה בעקבות כניסת האונליין?
3. האם העסקאות שבוצעו לאחרונה יכולות להיחשב כעסקאות מייצגות לעניין קביעת שיעור ההיוון ב-IFRS?
4. האם ניתן להביא בחשבון הנחת עבודה של מידת הפרמננטיות של הירידה בריבית חסרת סיכון?
5. האם מצב של העדר עסקאות כתוצאה מנסיבות של שוק קטן והיצע רב של כסף יכול להוביל לעיוות בדמות הצגה בחסר של נדל"ן להשקעה?
6. מה צריכה להיות מידת ההסתמכות על שמאי המקרקעין ומהי אחריותם במקרה זה של הדירקטוריונים ושל רואי החשבון?
7. האם הפערים בין שיעורי ההיוון בחו"ל לבין המצב בישראל הם סבירים? האם הם מוסברים על ידי פער בתשואות חסרות סיכון?
8. האם מכפילי ההון לכשעצמם לגבי נדל"ן מניב בישראל, לרבות הפער במשמעותי בייחס לקרנות הריט באירופה, מעידים על שיעורי היוון נמוכים מדי?
9. מה היא השפעתו של עיוות פוטנציאלי בשיעורי ההיוון על אופן המימון של הבנקים? האם ניתן לומר שכתוצאה מעיוות באופן מדידת השווי ההוגן קיימת מגבלה משמעותית במימון בנקאי של עסקאות עקב בשענות הבנקים על נתוני מינוף חשבונאיים?
10. האם תוספת ההון העצמי והרווחיות שנובעת מהפחתת שיעור ההיוון יכולה להצדיק תשלומי דיבידנד בחברות נדל"ן מניב?