

16 בדצמבר, 2019

מספרנו : 626-002**הנדון: נתוני השוואה****שנת 2014****שיעור ההיוון לתזרים המזומנים****כללי**

שעור ההיוון לנכסים מסוג מרכזי קניות (בעיקר באזורי הביקוש) איננו מהווה נתון שבשגרה במקומותינו. מספר העסקאות של מרכזי קניות איכותיים נמוך ביותר ולרוב מפותחים מרכזי הקניות (החל מרכישת הקרקע וכלה בהשכרת הנכס ותפעולו) ע"י הקבוצות המובילות במשק הפועלות בתחום זה (עזריאלי, בריטיש/מליסרון, אמות וכו') וזאת במטרה להחזיק בנכס לטווח ארוך. כאמור היקפו של שוק "מרכזי הקניות" האיכותיים איננו גדול דיו על מנת שגורמי המקצוע יוכלו לבסס את הערכתם לגבי שעור ההיוון לתחשיב השווי על עסקאות אשר בוצעו בשוק החופשי. על כן שעורי ההיוון אשר ננקטו וננקטים בתחשיבי השווי השונים, בחוות דעת שמאיות, מתבססים לרוב על הערכה בלבד. לצורך אומדן שעור ההיוון לתזרים המזומנים בוצעה על ידנו הערכה של "שעור ההיוון הראוי ל"נכסי איכות" המוגדרים גם כ- "Prime yields for retail properties" - להלן "תשואת הפריים".

שעור זה אמור לבטא את התשואה הנדרשת מנכס מניב לו תזרים מזומנים יציב ואיכותי (מצד שוכרים) בעל איכות פיסית גבוהה, הממוקם באזור "פריים".

שעור היוון זה מהווה בסיס לתחשיב שעורי ההיוון של תזרים המזומנים המיוחס לנכס הנישום. בכל נכס יבחנו הסיכונים העודפים והחסרונות ביחס "לתשואת הפריים" וכפועל יוצא יקבע שעור ההיוון הספציפי המתאים לנכס זה.

אומדן שעור ההיוון נתונים ואומדנים :

התשואה הנדרשת מנכס מניב (Prime) מהווה תשואה אלטרנטיבית לאפיק השקעה פיננסי חסר סיכון (אג"ח ממשלתי) לזמן ארוך, מאחר וזהו אפיק ההשקעה הדומה ביותר במאפייניו להשקעה בנדל"ן, אולם בהשקעה בנכס מניב נדרש פיצוי נוסף הבא לידי ביטוי ב"תשואה עודפת" ביחס לתשואה הפיננסית.

הפיצוי הינו בעיקר בגין הגורמים הבאים:

- פרמיית סיכון הקשורה בהשתנות הסביבה, טעמי השוק, סיכוני גביה, תפוסה, חשיפה ניהולית וכו'.
- פרמיה בגין רמת נזילות נמוכה - מכירת נכס מקרקעין דורשת זמן חשיפה ארוך והוצאות כספיות.
- פרמיה בגין פחת - הנכס הנדל"ני צובר פחת פיזי ותכנוני במהלך חייו הכלכליים.

שיעור ההיוון של נכסי פריים במערב אירופה כבסיס לתחשיב שיעור ההיוון לנכסי פריים בארץ
בחרנו לבחון את שעורי התשואה הנדרשים במרכזי קניות איכותיים במספר מדינות אירופאיות בין היתר כיוון
שהשקעה במרכזים מעין אלה מהווה אלטרנטיבה לגופי ההשקעה המרכזיים בישראל וכן כיוון שבמדינות אלה
מתקיים שוק רחב יותר בו מספר רב יחסית של עסקאות השוואה.

ניתן ליחס להבדלי הסיכון בין מדינות את ההפרש בין שעורי התשואה של האג"ח הממשלתית (Y10), היות ויתר
מרכיבי הפיצוי בגין השקעה בנדל"ן מניב נותרים בעינם ואינם פונקציה של סיכון (פיצוי בגין פחת, והעדר
נזילות וסיכון ניהולי) על כן ניתן לחשב את שיעור ה- Prime yields בישראל בנכסים מניבים מסוג "מרכזי
קניות" תוך התאמת שיעור התשואה של האג"ח הממשלתי בישראל.

תחשיב שיעור Prime yields בישראל

מדינה	תשואת אג"ח ממשלתית 10Y נכון לדצמבר 2014	תשואה של מרכזים מסחריים איכותיים ¹	פיצוי עודף להשקעה בנכסי נדל"ן
גרמניה – ערים מרכזיות	0.27%	4.00%	כ- 3.7%
פולין – ורשה	1.99%	5.75%	כ- 3.75%
בלגיה – ערים מרכזיות	0.51%	5.00%	כ- 3.50%
הונגריה – בודפשט	2.88%	7.25%	כ- 4.37%
רומניה – בוקרשט	2.72%	9.00%	כ- 6.28%
צרפת	0.55%	4.00%	כ- 3.45%
ספרד	1.45%	5.50%	כ- 4.05%
שווייץ	-0.10%	3.40%	כ- 3.50%
איטליה	1.62%	5.50%	כ- 3.88%

הפיצוי העודף ביחס לאג"ח Y10 המיוחס לנכסים מסוג "מרכזי קניות" Prime

הינו בגבולות של 3.5% בצרפת ובשווייץ ועד ל- 6.3% ברומניה.

הפיצוי העודף כאמור איננו פונקציה של סיכון (תלוי מדינה) אלא פיצוי קבוע המהווה תשואה עודפת ביחס להשקעה פיננסית באג"ח מקומי.

שיעור הריבית לאג"ח מסוג Y10 של מדינת ישראל נכון לשנת למועד הקובע להערכה הנדונה, הינו כ- 1.96%.

על כן בהתייחס להשוואה האירופאית "תשואת הפריים" למרכזים מסחריים הינה בגבולות שיעור של 4% מעבר

לתשואת אג"ח Y10 מדינת ישראל (בדומה לפולין וספרד).

כלומר, בהיבט הבינלאומי, התשואות לנכסי פריים במדינת ישראל צפויות להגיע לכ- 6%.

שנת 2015**שיעור ההיוון לתזרים המזומנים****כללי**

עור ההיוון לנכסים מסוג מרכזי קניות (בעיקר באזורי הביקוש) איננו מהווה נתון שבשגרה במקומותינו. מספר העסקאות של מרכזי קניות איכותיים נמוך ביותר ולרוב מפותחים מרכזי הקניות (החל מרכישת הקרקע וכלה בהשכרת הנכס ותפעולו) ע"י הקבוצות המובילות במשק הפועלות בתחום זה (עזריאלי, בריטיש/מליסרון, אמות וכו') וזאת במטרה להחזיק בנכס לטווח ארוך. כאמור היקפו של שוק "מרכזי הקניות" האיכותיים איננו גדול דיו על מנת שגורמי המקצוע יוכלו לבסס את הערכתם לגבי שיעור ההיוון לתחשיב השווי על עסקאות אשר בוצעו בשוק החופשי. על כן שיעורי ההיוון אשר ננקטו וננקטים בתחשיבי השווי השונים, בחוות דעת שמאיות, מתבססים לרוב על הערכה בלבד. לצורך אומדן שיעור ההיוון לתזרים המזומנים בוצעה על ידנו הערכה של "שיעור ההיוון הראוי ל"נכסי איכות" המוגדרים גם כ- "Prime yields for retail properties" - להלן "תשואת הפריים". שיעור זה אמור לבטא את התשואה הנדרשת מנכס מניב לו תזרים מזומנים יציב ואיכותי (מצד שוכרים) בעל איכות פיסית גבוהה, הממוקם באזור "פריים". שיעור היוון זה מהווה בסיס לתחשיב שיעורי ההיוון של תזרים המזומנים המיוחס לנכס הנישום. בכל נכס יבחנו הסיכונים העודפים והחסרונות ביחס "לתשואת הפריים" וכפועל יוצא יקבע שיעור ההיוון הספציפי המתאים לנכס זה.

אומדן שיעור ההיוון נתונים ואומדנים:

התשואה הנדרשת מנכס מניב (Prime) מהווה תשואה אלטרנטיבית לאפיק השקעה פיננסי חסר סיכון (אג"ח ממשלתי) לזמן ארוך, מאחר וזהו אפיק ההשקעה הדומה ביותר במאפייניו להשקעה בנדל"ן, אולם בהשקעה בנכס מניב נדרש פיצוי נוסף הבא לידי ביטוי ב"תשואה עודפת" ביחס לתשואה הפיננסית.

הפיצוי הינו בעיקר בגין הגורמים הבאים:

- פרמיית סיכון הקשורה בהשתנות הסביבה, טעמי השוק, סיכונים גביה, תפוסה, חשיפה ניהולית וכו'.
- פרמיה בגין רמת נזילות נמוכה - מכירת נכס מקרקעין דורשת זמן חשיפה ארוך והוצאות כספיות.
- פרמיה בגין פחת - הנכס הנדל"ני צובר פחת פיזי ותכנוני במהלך חייו הכלכליים.

שיעור ההיוון של נכסי פריים במערב אירופה כבסיס לתחשיב שיעור ההיוון לנכסי פריים בארץ. בחרנו לבחון את שיעורי התשואה הנדרשים במרכזי קניות איכותיים במספר מדינות אירופאיות בין היתר כיוון שהשקעה במרכזים מעין אלה מהווה אלטרנטיבה לגופי ההשקעה המרכזיים בישראל וכן כיוון שבמדינות אלה מתקיים שוק רחב יותר בו מספר רב יחסית של עסקאות השוואה. ניתן ליחס להבדלי הסיכון בין מדינות את ההפרש בין שיעורי התשואה של האג"ח הממשלתית (Y10), היות ויתר מרכיבי הפיצוי בגין השקעה בנדל"ן מניב נותרים בעינם ואינם פונקציה של סיכון (פיצוי בגין

פחת, והעדר נזילות וסיכון ניהולי) על כן ניתן לחשב את שיעור ה- Prime yields בישראל בנכסים מניבים מסוג "מרכזי קניות" תוך התאמת שיעור התשואה של האג"ח הממשלתי בישראל.

תחשיב שיעור Prime yields בישראל

מדינה	תשואת אג"ח ממשלתי 10Y נכון לדצמבר 2014	תשואה של מרכזים מסחריים איכותיים ²	פיצוי עודף להשקעה בנכסי נדל"ן
גרמניה – ערים מרכזיות	0.24%	4.60% ³	כ- 4.36%
פולין – ורשה	2.95%	5.75%	כ- 2.80%
הולנד – אמסטרדם	0.48%	5.25%	כ- 4.77%
הונגריה – בודפשט	3.52%	7.25%	כ- 3.73%
רומניה – בוקרשט	3.29%	7.75%	כ- 4.46%
שוודיה – שטוקהולם	0.55%	4.75%	כ- 4.20%
ספרד – מדריד	1.71%	5.75%	כ- 4.04%
שווייץ – ציריך	-0.28%	4.50%	כ- 4.78%
דנמרק – קופנהגן	0.6%	5.50%	כ- 4.90%
בריטניה – ערים מרכזיות	1.745%	4.82%	כ- 3.075%

הפיצוי העודף ביחס לאג"ח Y10 המיוחס לנכסים מסוג "מרכזי קניות" Prime הינו בגבולות של 3% בפולין ובבריטניה ועד ל- 4.9% בדנמרק. הפיצוי העודף כאמור איננו פונקציה של סיכון (תלוי מדינה) אלא פיצוי קבוע המהווה תשואה עודפת ביחס להשקעה פיננסית באג"ח מקומי. שיעור הריבית לאג"ח מסוג Y10 של מדינת ישראל נכון לשנת למועד הקובע להערכה הנדונה, הינו כ- 1.90%. על כן בהתייחס להשוואה האירופאית "תשואת הפריים" למרכזים מסחריים הינה בגבולות שיעור של 4.2% מעבר לתשואת אג"ח Y10 מדינת ישראל (בדומה לשוודיה, הונגריה וספרד). כלומר, בהיבט הבינלאומי, התשואות לנכסי פריים במדינת ישראל צפויות להגיע בטווח של בין 6.0% ל- 6.2%.

² מבוסס על נתוני : Colliers International May 2015

³ בגרמניה הבאנו בחשבון את התשואה ברחובות המרכזיים עכב הדומיננטיות של הרחובות אל מול המרכזים המסחריים.

שנת 2016**כללי**

שעור ההיוון לנכסים מסוג מרכזי קניות (בעיקר באזורי הביקוש) איננו מהווה נתון שבשגרה במקומותינו. מספר העסקאות של מרכזי קניות איכותיים נמוך ביותר ולרוב מפותחים מרכזי הקניות (החל מרכישת הקרקע וכלה בהשכרת הנכס ותפעולו) ע"י הקבוצות המובילות במשק הפועלות בתחום זה (עזריאלי, בריטיש/עופר, אמות וכו') וזאת במטרה להחזיק בנכס לטווח ארוך. כאמור היקפו של שוק "מרכזי הקניות" האיכותיים איננו גדול דיו על מנת שגורמי המקצוע יוכלו לבסס את הערכתם לגבי שעור ההיוון לתחשיב השווי על עסקאות אשר בוצעו בשוק החופשי. על כן שעורי ההיוון אשר ננקטו וננקטים בתחשיבי השווי השונים, בחוות דעת שמאיות, מתבססים לרוב על הערכה בלבד. לצורך אומדן שעור ההיוון לתזרים המזומנים בוצעה על ידנו הערכה של "שעור ההיוון הראוי ל"נכסי איכות" המוגדרים גם כ- "Prime yields for retail properties" - להלן **"תשואת הפריים"**. שעור זה אמור לבטא את התשואה הנדרשת מנכס מניב לו תזרים מזומנים יציב ואיכותי (מצד שוכרים) בעל איכות פיסית גבוהה, הממוקם באזור "פריים".

שעור היוון זה מהווה בסיס לתחשיב שעורי ההיוון של תזרים המזומנים המיוחס לנכס הנישום. בכל נכס יבחנו הסיכונים העודפים והחסרונות ביחס "לתשואת הפריים" וכפועל יוצא יקבע שעור ההיוון הספציפי המתאים לנכס זה.

אומדן שעור ההיוון נתונים ואומדנים:

התשואה הנדרשת מנכס מניב (Prime) מהווה תשואה אלטרנטיבית לאפיק השקעה פיננסי חסר סיכון (אג"ח ממשלתי) לזמן ארוך, מאחר וזהו אפיק ההשקעה הדומה ביותר במאפייניו להשקעה בנדל"ן, אולם בהשקעה בנכס מניב נדרש פיצוי נוסף הבא לידי ביטוי ב"תשואה עודפת" ביחס לתשואה הפיננסית.

הפיצוי הינו בעיקר בגין הגורמים הבאים:

- פרמיית סיכון הקשורה בהשתנות הסביבה, טעמי השוק, סיכונים גבוהים, תפוסה, חשיפה ניהולית וכו'.
- פרמיה בגין רמת נזילות נמוכה - מכירת נכס מקרקעין דורשת זמן חשיפה ארוך והוצאות כספיות.
- פרמיה בגין פחת - הנכס הנדלני צובר פחת פיזי ותכנוני במהלך חייו הכלכליים.

שיעור ההיוון של נכסי פריים במערב אירופה כבסיס לתחשיב שעור ההיוון לנכסי פריים בארץ

בחרנו לבחון את שעורי התשואה הנדרשים במרכזי קניות איכותיים במספר מדינות אירופאיות בין היתר כיוון שהשקעה במרכזים מעין אלה מהווה אלטרנטיבה לגופי ההשקעה המרכזיים בישראל וכן כיוון שבמדינות אלה מתקיים שוק רחב יותר בו מספר רב יחסית של עסקאות השוואה. ניתן ליחס להבדלי הסיכון בין מדינות את ההפרש בין שעורי התשואה של האג"ח הממשלתית (10Y), היות ויתר מרכיבי הפיצוי בגין השקעה בנדל"ן מניב נותרים בעינם ואינם פונקציה של סיכון (פיצוי בגין פחת,

והעדר נזילות וסיכון ניהולי) על כן ניתן לחשב את שיעור ה- Prime yields בישראל בנכסים מניבים מסוג "מרכזי קניות" תוך התאמת שיעור התשואה של האג"ח הממשלתי בישראל.

תחשיב שיעור Prime yields בישראל

מדינה	תשואת אג"ח ממשלתי 10Y נכון לדצמבר 2016	תשואה של מרכזים מסחריים איכותיים ⁴	פיצוי עודף להשקעה בנכסי נדל"ן
גרמניה – ערים מרכזיות	0.36%	4.90% ⁵	כ- 4.54%
פולין – ורשה	3.6%	5.50%	כ- 1.90%
הולנד – אמסטרדם	0.50%	4.00%	כ- 4.75%
הונגריה – בודפשט	3.45%	6.50%	כ- 3.05%
–רוסיה – מוסקוה	8.38%	10.00%	כ- 1.62%
שוודיה – שטוקהולם	0.59%	4.00%	כ- 3.41%
ספרד – מדריד	1.51%	4.75%	כ- 3.24%
–צרפת – פריז	-0.68%	3.50%	כ- 2.82%
דנמרק – קופנהגן	0.46%	3.75%	כ- 3.29%
בריטניה – ערים מרכזיות	1.45%	4.45%	כ- 3.00%

הפיצוי העודף ביחס לאג"ח Y10 המיוחס לנכסים מסוג "מרכזי קניות" Prime הינו בגבולות של 1.62% ברוסיה, 3% בבריטניה ובהונגריה ועד ל- 4.88% בהולנד⁶.

הפיצוי העודף כאמור איננו פונקציה של סיכון (תלוי מדינה) אלא פיצוי קבוע המהווה תשואה עודפת ביחס להשקעה פיננסית באג"ח מקומי.

שיעור הריבית לאג"ח מסוג Y10 של מדינת ישראל נכון לשנת למועד הקובע להערכה הנדונה, הינו כ- 2.20%.

על כן בהתייחס להשוואה האירופאית "תשואת הפריים" למרכזים מסחריים הינה בגבולות שיעור של 3.75% מעבר לתשואת אג"ח Y10 מדינת ישראל (בדומה לשוודיה, רומניה וספרד). כלומר, בהיבט הבינלאומי, התשואות לנכסי פריים במדינת ישראל צפויות להגיע בטווח של 6.0%.

⁴ מבוסס על נתוני : Colliers International May 2015

⁵ בגרמניה הבאנו בחשבון את התשואה ברחובות המרכזיים עכב הדומיננטיות של הרחובות אל מול המרכזים המסחריים.

⁶ מאפיין מדינות בהן הריבית האלטרנטיבית אפסית עד כדי שלילית.

שנת 2017**כללי**

שעור ההיוון לנכסים מסוג מרכזי קניות (בעיקר באזורי הביקוש) איננו מהווה נתון שבשגרה במקומותינו. מספר העסקאות של מרכזי קניות איכותיים נמוך ביותר ולרוב מפותחים מרכזי הקניות (החל מרכישת הקרקע וכלה בהשכרת הנכס ותפעולו) ע"י הקבוצות המובילות במשק הפועלות בתחום זה (עזריאלי, בריטיש/עופר, אמות וכו') וזאת במטרה להחזיק בנכס לטווח ארוך. כאמור היקפו של שוק "מרכזי הקניות" האיכותיים איננו גדול דיו על מנת שגורמי המקצוע יוכלו לבסס את הערכתם לגבי שעור ההיוון לתחשיב השווי על עסקאות אשר בוצעו בשוק החופשי. על כן שעורי ההיוון אשר ננקטו וננקטים בתחשיבי השווי השונים, בחוות דעת שמאיות, מתבססים לרוב על הערכה בלבד. לצורך אומדן שעור ההיוון לתזרים המזומנים בוצעה על ידנו הערכה של "שעור ההיוון הראוי ל"נכסי איכות" המוגדרים גם כ- "Prime yields for retail properties" - להלן "תשואת הפריים".

שעור זה אמור לבטא את התשואה הנדרשת מנכס מניב לו תזרים מזומנים יציב ואיכותי (מצד שוכרים) בעל איכות פיסית גבוהה, הממוקם באזור "פריים".

שעור היוון זה מהווה בסיס לתחשיב שעורי ההיוון של תזרים המזומנים המיוחס לנכס הנישום. בכל נכס יבחנו הסיכונים העודפים והחסרונות ביחס "לתשואת הפריים" וכפועל יוצא יקבע שעור ההיוון הספציפי המתאים לנכס זה.

אומדן שעור ההיוון נתונים ואומדנים:

התשואה הנדרשת מנכס מניב (Prime) מהווה תשואה אלטרנטיבית לאפיק השקעה פיננסי חסר סיכון (אג"ח ממשלתי) לזמן ארוך, מאחר וזהו אפיק ההשקעה הדומה ביותר במאפייניו להשקעה בנדל"ן, אולם בהשקעה בנכס מניב נדרש פיצוי נוסף הבא לידי ביטוי ב"תשואה עודפת" ביחס לתשואה הפיננסית.

הפיצוי הינו בעיקר בגין הגורמים הבאים:

- פרמיית סיכון הקשורה בהשתנות הסביבה, טעמי השוק, סיכונים גביה, תפוסה, חשיפה ניהולית וכו'.
- פרמיה בגין רמת נזילות נמוכה - מכירת נכס מקרקעין דורשת זמן חשיפה ארוך והוצאות כספיות.
- פרמיה בגין פחת - הנכס הנדלני צובר פחת פיזי ותכנוני במהלך חייו הכלכליים.

שיעור ההיוון של נכסי פריים במערב אירופה כבסיס לתחשיב שעור ההיוון לנכסי פריים בארץ

בחרנו לבחון את שעורי התשואה הנדרשים במרכזי קניות איכותיים במספר מדינות אירופאיות בין היתר כיוון שהשקעה במרכזים מעין אלה מהווה אלטרנטיבה לגופי ההשקעה המרכזיים בישראל וכן כיוון שבמדינות אלה מתקיים שוק רחב יותר בו מספר רב יחסית של עסקאות השוואה.

ניתן ליחס להבדלי הסיכון בין מדינות את ההפרש בין שעורי התשואה של האג"ח הממשלתית (10Y), היות ויתר מרכיבי הפיצוי בגין השקעה בנדל"ן מניב נותרים בעינם ואינם פונקציה של סיכון (פיצוי בגין פחת, והעדר נזילות וסיכון ניהולי) על כן ניתן לחשב את שעור ה- Prime yields בישראל בנכסים מניבים מסוג "מרכזי קניות" תוך התאמת שעור התשואה של האג"ח הממשלתי בישראל.

תחשיב שער Prime yields בישראל

מדינה	תשואת אג"ח ממשלתי 10Y נכון לדצמבר 2017	תשואה של מרכזים מסחריים איכותיים ⁷	פיצוי עודף להשקעה בנכסי נדל"ן
גרמניה – ערים מרכזיות ⁸	0.632%	ברלין 3.2% דיסלדורף 3.5% פרנקפורט 2.8% המבורג 3.3% קלן 3.5% מנכן 2.8% שטוטגרט 3.3%	כ- 3.00%
צ'כיה ⁹	1.838%	5.00% ¹⁰ 3.50%	כ- 3.16% כ- 1.66%
נורבגיה	1.806%	5.25%	כ- 3.44%
בריטניה ¹¹	1.448%	4.25%	כ- 2.80%
פולין – ורשה ¹²	3.44%	5.25%	כ- 1.81%
הולנד – אמסטרדם	0.675%	4.00%	כ- 3.325%
הונגריה – בודפשט ¹³	2.23%	6.00%	כ- 3.77%
רוסיה – מוסקווה	7.42%	9.00%	כ- 1.58%
שוודיה – שטוקהולם	0.911%	4.00%	כ- 3.089%
ספרד – מדריד	1.42%	4.75%	כ- 3.33%
צרפת-פריז	0.91%	3.50%	כ- 2.59%

⁷ מבוסס על נתוני: Colliers International December 2016 - 2017⁸ נכון לרבעון ה- 3 לשנת 2017⁹ נכון לרבעון ה- 3 לשנת 2017¹⁰ ברחובות מרכזיים.¹¹ ע"פ סקירת Cushman&Wakefield¹² ע"פ סקירת Cushman&Wakefield¹³ נכון לרבעון הראשון לשנת 2017

הפיצוי העודף ביחס לאג"ח Y10 המיוחס לנכסים מסוג "מרכזי קניות" Prime הינו בגבולות של 1.58% ברוסיה 3%, בגרמניה וצ'כיה ועד ל- 3.77% בהונגריה. הפיצוי העודף כאמור איננו פונקציה של סיכון (תלוי מדינה) אלא פיצוי קבוע המהווה תשואה עודפת ביחס להשקעה פיננסית באג"ח מקומי. שיעור הריבית לאג"ח מסוג Y10 של מדינת ישראל נכון לשנת למועד הקובע להערכה הנדונה, הינו כ- 1.68% שהינה ירידה בשיעור של כ-0.5% מדצמבר 2016. כמו"כ, אנו עדים למגמת ירידה במהלך שנת 2017 בריביות ארוכות הטווח בהן נסחרות אגרות החוב של המדינות ברחבי אירופה. על כן בהתייחס להשוואה האירופאית "תשואת הפריים" למרכזים מסחריים בישראל, הינה בגבולות שיעור של 3.50% מעבר לתשואת אג"ח Y10 מדינת ישראל (בדומה לנורבגיה, צ'כיה, הונגריה, וספרד). כלומר, בהיבט הבינלאומי, התשואות לנכסי פריים במדינת ישראל צפויות להגיע בטווח הנמוך מ- 6.0%.

שנת 2018**כללי**

שעור ההיוון לנכסים מסוג מרכזי קניות (בעיקר באזורי הביקוש) איננו מהווה נתון שבשגרה במקומותינו. מספר העסקאות של מרכזי קניות איכותיים נמוך ביותר ולרוב מפותחים מרכזי הקניות (החל מרכישת הקרקע וכלה בהשכרת הנכס ותפעולו) ע"י הקבוצות המובילות במשק הפועלות בתחום זה (עזריאלי, בריטיש/עופר, אמות וכו') וזאת במטרה להחזיק בנכס לטווח ארוך.

כאמור היקפו של שוק "מרכזי הקניות" האיכותיים איננו גדול דיו על מנת שגורמי המקצוע יוכלו לבסס את הערכתם לגבי שעור ההיוון לתחשיב השווי על עסקאות אשר בוצעו בשוק החופשי. על כן שעורי ההיוון אשר ננקטו וננקטים בתחשיבי השווי השונים, בחוות דעת שמאיות, מתבססים לרוב על הערכה בלבד.

לצורך אומדן שעור ההיוון לתזרים המזומנים בוצעה על ידנו הערכה של "שעור ההיוון הראוי ל"נכסי איכות" המוגדרים גם כ- "Prime yields for retail properties" - להלן "**תשואת הפריים**".

שעור זה אמור לבטא את התשואה הנדרשת מנכס מניב לו תזרים מזומנים יציב ואיכותי (מצד שוכרים) בעל איכות פיסית גבוהה, הממוקם באזור "פריים".

שעור היוון זה מהווה בסיס לתחשיב שעורי ההיוון של תזרים המזומנים המיוחס לנכס הנישום.

בכל נכס יבחנו הסיכונים העודפים והחסרונות ביחס "לתשואת הפריים" וכפועל יוצא יקבע שעור ההיוון הספציפי המתאים לנכס זה.

אומדן שעור ההיוון נתונים ואומדנים:

התשואה הנדרשת מנכס מניב (Prime) מהווה תשואה אלטרנטיבית לאפיק השקעה פיננסי חסר סיכון (אג"ח ממשלתי) לזמן ארוך, מאחר וזהו אפיק ההשקעה הדומה ביותר במאפייניו להשקעה בנדל"ן, אולם בהשקעה בנכס מניב נדרש פיצוי נוסף הבא לידי ביטוי ב"**תשואה עודפת**" ביחס לתשואה הפיננסית.

הפיצוי הינו בעיקר בגין הגורמים הבאים:

- פרמיית סיכון הקשורה בהשתנות הסביבה, טעמי השוק, סיכונים גביה, תפוסה, חשיפה ניהולית וכו'.
- פרמיה בגין רמת נזילות נמוכה - מכירת נכס מקרקעין דורשת זמן חשיפה ארוך והוצאות כספיות.
- פרמיה בגין פחת - הנכס הנדלני צובר פחת פיזי ותכנוני במהלך חייו הכלכליים.

שיעור ההיוון של נכסי פריים במערב אירופה כבסיס לתחשיב שעור ההיוון לנכסי פריים בארץ

בחרנו לבחון את שעורי התשואה הנדרשים במרכזי קניות איכותיים במספר מדינות אירופאיות בין היתר כיוון שהשקעה במרכזים מעין אלה מהווה אלטרנטיבה לגופי ההשקעה המרכזיים בישראל וכן כיוון שבמדינות אלה מתקיים שוק רחב יותר בו מספר רב יחסית של עסקאות השוואה.

ניתן ליחס להבדלי הסיכון בין מדינות את ההפרש בין שעורי התשואה של האג"ח הממשלתית (10Y), היות ויתר מרכיבי הפיצוי בגין השקעה בנדל"ן מניב נותרים בעינם ואינם פונקציה של סיכון (פיצוי בגין פחת, והעדר נזילות וסיכון ניהולי) על כן ניתן לחשב את שעור ה- Prime yields בישראל בנכסים מניבים מסוג "מרכזי קניות" תוך התאמת שעור התשואה של האג"ח הממשלתי בישראל.

תחשיב שיעור Prime yields בישראל

פיצוי עודף להשקעה בנכסי נדל"ן	תשואה של מרכזים מסחריים איכותיים ¹⁴	תשואת אג"ח ממשלתית 10Y נכון לדצמבר 2018	מדינה
כ- 2.95%	ברלין 3.2% דיסלדורף 3.3% פרנקפורט 2.8% המבורג 3.2% קלן 3.3% מינכן 2.8% שטוטגרט 3.1%	0.26%	גרמניה – ערים מרכזיות ¹⁵
כ- 3.11%	5.00%	1.89%	צ'כיה - פראג
כ- 2.20%	4.00%	1.80%	נורבגיה - אוסלו
כ- 2.69%	4.00%	1.31%	בריטניה - לונדון
כ- 2.39%	5.25%	2.86%	פולין – ורשה
כ- 4.04%	4.40%	0.36%	הולנד – אמסטרדם
כ- 3.01%	6.00%	2.99%	הונגריה- בודפשט
כ- 1.24%	9.50%	8.26%	רוסיה - מוסקבה
כ- 3.59%	4.50%	0.91%	שוודיה - שטוקהולם
כ- 2.63%	4.00%	1.370%	ספרד - מדריד
כ- 2.34%	3.00%	0.66%	צרפת-פריז
כ- 2.00%	7.50%	5.510%	רומניה - בוקרשט

¹⁴ מבוסס על נתוני רבעון 1 - Colliers International 2018¹⁵ נכון לרבעון ה- 1-3 לשנת 2018

הפיצוי העודף ביחס לאג"ח Y10 המיוחס לנכסים מסוג "מרכזי קניות" Prime הינו בגבולות של 1.24% ברוסיה, 2.95% בגרמניה ובדפושט ועד ל- 4.04% בהולנד. הפיצוי העודף כאמור איננו פונקציה של סיכון (תלוי מדינה) אלא פיצוי קבוע המהווה תשואה עודפת ביחס להשקעה פיננסית באג"ח מקומי. שער הריבית לאג"ח מסוג Y10 של מדינת ישראל נכון למועד הקובע להערכה הנדונה, הינו כ- 2.20% שהינה עליה בסך של כ-0.5% מדצמבר 2017. כמו"כ, במהלך שנת 2018, אנו עדים למגמה מעורבת ויציבה בריביות ארוכות הטווח בהן נסחרות אגרות החוב של המדינות ברחבי אירופה. על כן בהתייחס להשוואה האירופאית "תשואת הפריים" למרכזים מסחריים בישראל, הינה בגבולות שיעור של 3.50% מעבר לתשואת אג"ח Y10 מדינת ישראל (בדומה לנורבגיה, צ'כיה, הונגריה, וספרד). כלומר, בהיבט הבינלאומי, התשואות לנכסי פריים במדינת ישראל צפויות להגיע בטווח הנמוך מ- 6%.

9. שעורי ההיוון לתזרים המזומנים:

בחינת שיעור ההיוון הכולל הראוי, מבוססת הן על בחינה מאקרו כללית והן על בחינת עסקאות של נכסים מניבים משמעותיים במשק. הבחינה המקרו כלכלית בודקת את השינוי בשעורי האג"ח הממשלתי המהווה בסיס לאלטרנטיבת השקעה לנכסים מניבים (נציין כי על פי מחקרים שונים נמצא מתאם גבוה בין שעור האג"ח הממשלתי לטווח ארוך ובין שעורי התשואה המקובלים בעסקאות נדל"ן) שינוי זה אמור להיות מתורגם בחלקו לשינוי בשיעורי ההיוון בשוק הנדל"ן המניב בישראל. לצד בדיקה זו נערכה גם תחזית לשיעורי ההיוון בישראל על בסיס השוואה לשיעורי ההיוון המתקבלים במדינות אירופאיות תוך ניטרול רכיב הסיכון הספציפי המיוחס לכל מדינה.

לבסוף, לצורך אומדן שיעור ההיוון הכולל לתזרים המזומנים מנכס זה בוצעה התאמה ספציפית לנכס הנדון בהתאם למספר קריטריונים (מבחן העמידה בקריטריונים) אשר להערכתנו משפיעים על קביעת השיעור הראוי.

9.1. בחינה מאקרו כללית:

במהלך ארבעת הרבעונים של שנת 2019, תשואות האג"ח הממשלתית (Y10) של ישראל, ירדו באופן ניכר מ-2.3% ל-0.85% והריביות של אג"ח אותו מגייסות חברות בורסאיות איכותיות העוסקות בנדל"ן מניב, הינן ברמות של 1.5%, לתקופה ארוכה. עובדה זאת מהווה קרקע פוריה לביצוע עסקאות של נכסים מניבים על בסיס שיעורי ההיוון נמוכים מאלו שהורגלנו במהלך השנים האחרונות.

אג"ח ממשלתית בישראל:

הריבית לאג"ח מסוג Y10 של מדינת ישראל שהייתה נכון לדצמבר 2018 בשיעור של כ- 2.20% עומדת נכון ל-31.12.2019 על שיעור של כ- 0.85%.

ירידה משמעותית ביותר בהשוואה לדצמבר 2018 אשר עשויה ללמד על הפחתה ניכרת בשיעור

היוון של הנדל"ן המניב האיכותי ביחס לשנים קודמות.

**תחזית לשיעורי היוון בישראל על בסיס השוואה לשיעורי ההיוון המתקבלים במדינות אירופאיות**

להלן סקירת שוק הנכסים המניבים ברחבי אירופה, ואומדן הפער בין שיעורי התשואה מנדל"ן מניב איכותי לבין שיעור אג"ח ממשלתיים באותה מדינה.

כאמור הסקירה משווה בין תשואות האג"ח הממשלתיות בכל מדינה (Y10), ולבין שיעורי התשואה המקובלים באותה מדינה בעת ביצוע עיסקות של נדל"ן מניב ביחס עם "נכסי פריים".

ההפרש בין שני מדדים אלו מהווה את "הפיצוי העודף" להשקעה בנכסים מניבים וזאת אל מול האלטרנטיבה של השקעה באג"ח ממשלתי לטווח של 10 שנים.

הפיצוי העודף כאמור איננו פונקציה של סיכון (תלוי מדינה) אלא פיצוי קבוע המהווה תשואה עודפת ביחס להשקעה פיננסית באג"ח מקומי. שיעור זה בהתאם לבדיקתנו הינו שווה ערך לכ- 4% - 3.5%.

להלן נתונים של שעורי תשואה בעסקאות של נכסי תעסוקה איכותיים שנערכו במהלך שנת

2019, הנתונים הובאו מתוך דוחות חברת Colliers international :

מדינה	שעורי תשואה בנכסי איכות prime yields -	שעורי אג"ח ממשלתית Y10	הפרש – פיצוי עודף להשקעה בנדל"ן
גרמניה	3% - 3.5% בנכסי משרדים בערים מרכזיות	-0.2%	3.5%
דנמרק (קופנהגן)	3.75%	-0.2%	3.95%
פולין(וורשה)	4.5%	2%	2.5%
סלובקיה (ברטיסלבה)	5.75%	0.25%	5.5%
רומניה (בוקרשט)	7.25	4.4%	2.85%
הונגריה (בודפשט)	5%	2%	3%
צרפת (פריז)	3.5%	0%	3.5%

המסקנה המתבקשת הינה ששעורי התשואה בנכסי איכות בישראל (כגון בניני משרדים חדשים במע"ר תל-אביב) אמורים להתייבב סביב כ-5% (4% פיצוי בגין השקעה בנדל"ן + 1% בגין תשואת אג"ח Y10 של מדינת ישראל).

9.2. עסקאות בנכסים מניבים שנערכו במהלך שנת 2019

הסקירה שערכנו כוללת עסקאות מקרקעין של נדל"ן מניב שבוצעו במהלך שנת 2018-2019 :

- עסקת מודיעין – לוגיסטיקה – מגה אור**

בתאריך ה- 24.6.2019, דיווחה חברת מגה אור החזקות בע"מ על התקשרות בהסכם מכר למכירת מלוא זכויות החכירה המהוונת למגרש בשטח קרקע של 51.138 דונם עליו מוקם מרכז מגה לעסקים ובשטח בנוי של כ- 59,000 מ"ר. נכון למועד החתימה, הושכרו מלוא השטחים הללו (למעט שטח בהיקף של 1,900 מ"ר) ל- 2 שוכרים שונים ומצויים בשלבי עבודות ההתאמה לשוכרים. התמורה שנקבעה לזכויות הממכר הינה בסך של 470 מליון ₪ וזאת על בסיס תשואה בשיעור של 5% (קרי מכפיל 20 על דמי השכירות השנתיים הצפויים למועד תשלום מלוא התמורה). במועד מסירת החזקה, יערכו הצדדים חישוב סופי של סכום התמורה על בסיס דמי השכירות השנתיים שיתקבלו בפועל במועד מסירת החזקה לפי מכפיל 20 – המשקף תשואה בשיעור של 5%.

ניתוח העסקה

כ- 8,000 ₪ למ"ר בנוי.
5% תשואה.

- עסקת להבים – תעשייה – קרגל להבים בע"מ – מגה אור**

בתאריך ה- 2.10.2019, דיווחה חברת מגה אור החזקות בע"מ על התקשרות בהסכם מכר באמצעות לרכישת שיעור של 50% מהונה המונפק של חבר קרגל להבים בע"מ שהינה הבעלים של מקרקעין ועליו מבנה פארק התעסוקה עידן הנגב המשכרים לקרגל. המבנה משמש במלואו לפעילותה היצרנית של קרגל. השווי שנקבע לנכס המקרקעין שבבעלות חברת קרגל להבים בע"מ הינו 180 מליון ₪. עם הכנסו לתוקף של הסכם המכר, יחתם הסכם שכירות עם חברת קרגל בע"מ לתקופה בסיסית של 180 חודשים שלאחריה יעמדו 2 תקופות אופציה נוספות של 60 חודשים ולאחריה של 59 חודשים ובסה"כ תקופת שכירות מירבית של 24 שנים ו-11 חודשים. דמי השכירות השנתיים שנקבעו הינם בסך של 12.15 מליון ₪.

ניתוח העסקה

שיעור תשואה של כ- 6.75%.

• **עסקת מרכז מסחרי קרית אונו**

חברת אמות והחברה לנכסים ובנין בע"מ, מחזיקות במשותף ובחלקים שווים החל משנת 2008 בקומפלקס הכולל 2 מגדלי משרדים, מרכז מסחרי וחניון תת קרקעי בקרית אונו. הקומפלקס כולל כדלקמן:

השימוש/יעוד	השטח ברוטו במ"ר / מס' חניות
מסחר	23,000
משרדים	19,000
חניון	1,480 מקומות חניה

בתאריך ה- 19.9.2019, פרסמה חברת אמות במגנ"א כי דירקטוריון החברה אישר באופן עקרוני את רכישת חלקה של חברת נכסים ובנין בע"מ וזאת בסך של 545 מליון ₪. כמו"כ ציינה החברה כי שיעור התפוסה הכללי הינו בשיעור שך 96% והינו קבוע ויציב לאורך השנים. כמו"כ ציינה החברה כי ה NOI החזוי בתפוסה מלאה הינו כ- 68 מליון ₪.

ניתוח העסקה

תשואה על בסיס שיעור תפוסה מלא: 6.24%

תשואה על בסיס שיעור תפוסה נוכחי: כ- 6%

• עסקת אמות – טבע – לוגיסטיקה

בתאריך ה- 10.10.2019, דיווחה חברת אמות באמצעות המגנ"א, על חתימת הסכם רכישה עם חברת טבע תעשיות פרמצבטיות בע"מ לרכישת מלוא הזכויות במרכז הלוגיסטי באזור התעשייה חבל מודיעין בשוהם (המרלוג).

תמורת הרכישה הינה 445 מליון ₪.

במקביל, חתמה החברה עם חברת בת של חברת טבע (חברת ס.ל.א), הסכם שכירות לתקופה של 10 שנים בתמורה לדמ"ש שנתיים בגובה של כ- 22 מליון ₪.

בנוסף, הוענקו מס' אופציות להארכת ההסכם וזאת עד לתקופה של 24 שנים ו- 11 חודשים. בכל מימוש של תקופת האופציה, יקבעו דמ"ש על בסיס בחינת מחירי השוק כפי שיהיו באותה עת. הנכס ינוהל ויתוחזק באופן מלא, באחריותה ועל חשבונה של השוכרת וזאת ע"פ הוראות ההסכם. חברת טבע ערבה לכל התחייבויות חברת ס.ל.א וזאת ע"פ הסכם השכירות.

הנכס:

המרלוג ניצב על שטח קרקע בהיקף של כ- 77 דונם ובהיקף בנוי של כ- 50,000 מ"ר. חלק מהשטח הבנוי משמש כמרכז לוגיסטי ממוכנן לאחסנה אוטומטית המתנשא לגובה של כ- 42 מ'. בנוסף, קיימות זכויות בניה לא מנוצלות (על בסיס תב"ע שבתוקף) וזאת בהיקף כולל של כ- 41,000 מ"ר. המרלוג הינו מהמרכזים הלוגיסטיים הגדולים בעולם לאחסון ושינוע תרופות, חומרי גלם לתעשיית התרופות וציוד רפואי תוך שימוש במערכות אוטומטיות מנוהלות מחשב לאחסון, ליקוט והפצת המוצרים.

ניתוח העסקה

שעור התשואה ללא שיקלול זכויות הבניה הנוספות : 4.95%

מחיר למ"ר בנוי ממוצע : 8,900 ₪.

שעור התשואה עם שיקלול זכויות הבניה הנוספות :

מתוך הבנה כי ניתן לנצל שיעור של כ- 40% בלבד מיתרת הזכויות, נמצא כי סה"כ שווי יתרת הזכויות הינו כ- 20 מליון ₪.

לפיכך, העסקה בוצעה על בסיס שיעור תשואה של כ- 5.175%.

• **מתחם לוגיסטיקה הממוקם בסמוך ל"מפעל נשר"**

בהתאם לדיווח מיום 16.10.2018, רכשה קרן הריט מניבים את חלקה של חברת נשר (50%) במתחם לוגיסטיקה הממוקם בסמוך למפעל נשר, באזור התעשייה רמלה, בכ-150 מיליון שקל. בנוסף, הוצאות עסקה בשיעור של כ-12 מיליון ₪. המתחם, שכולל חמישה מבנים לוגיסטיים בשטח של כ-47,150 מ"ר וכן תחנת דלק, המתפרשים על 81 דונם, הוקם ע"י חברות נשר ושמאי בר של מבני תעשייה. המתחם מושכר במלואו ומניב הכנסה תפעולית נקייה (NOI) של כ-20.8 מ' ₪ בשנה, כך שחלקה של מניבים, שתחזיק במתחם בשותפות שווה עם שמאי בר של מבני תעשייה, צפוי לעמוד על כ-10.4 מ' ₪ בשנה. משקף שיעור תשואה של כ-6.4%.

• **עסקת בנק אוצר החיל במגדל רוגובין תדהר-ר"ג**

ביום 14.03.2018 נמכרו שטחי בנק אוצר החייל במגדל המהווים, כדלקמן: סניף בנק - 50 מ"ר. משרדים - 4,120 מ"ר. שטח טכני - 110 מ"ר. חניות - 72 מקומות. מחיר מכרז: 82 מיליון ₪. בנכס נדרשות עבודות התאמה ושיפוץ בעלות של כ-6 מ' ₪. 7 מתקבלת עלות כוללת של כ-88 מיליון ₪. NOI שנתי צפוי להתקבל בנכס (לאחר שיפוץ והתאמה), כ-5.6 מ' ₪, מגלם שווי מ"ר משרדים (כולל שטח טכני), של כ-17.5 א' ₪. משקף שיעור תשואה של כ-6.4%.

• **עסקת רכישת בית הנהלת בנק המזרחי בר"ג**

בתאריך ה-29 ביוני 2017, דיווחה חברת סלע קפיטל נדל"ן בע"מ על השלמת עסקה לרכישת זכויות בעלות ב-8 קומות וזכויות נוספות לרבות 148 מקומות חניה, כ-650 מ"ר שטחי מסחר, שטחי אחסנה, מניות וזכויות ניהול וכן זכויות שילוט) במגדל משה אביב ברח' ז'בוטינסקי 7 ברמת גן. היקף המשרדים כ-11.5 א' מ"ר. התמורה 278 מ' ₪. המוכרת שהינה בנק, התחייבה לשכור את הנכס הנרכש לתקופה מינימאלית של 8 שנים עם אפשרות להארכה עד ל-24 שנים ובדמ"ש שנתיים הצמודים למדד (כולל תוס' של 5% החל משנת השכירות ה-10 ככל שתהא) ובסך של כ-17 מיליון ₪. על פי דיווח זה נמצא כי, בסיס העסקה מבוסס על שיעור תשואה של **6.1%**.

• **"עיסקאות קטנות" של גורמים פרטיים**

- ביום 17.11.19 נמכרה יחידה מסחרית בהיקף של 245 מ"ר (ת"ח 2 חלקה 6955/4), רחוב דיזנגוף 224 ת"א. התמורה: 10.2 מ' ש. הנכס מושכר לרשת "ויקטוריי" בדמ"ש חודשי של 42 א' ש (עד יוני 2022). העסקה נערכה לפי שיעור **תשואה של כ- 4.9%**.
- בתאריך 14/08/2019 נמכרו מחצית מזכויות הבעלות בשטח מסחרי המהווה חנות בקומת קרקע ברח' אבן גבירול 86, ת"א (תת חלקה 1 בחלקה 587 גוש 6217). התמורה משקפת שווי של 1.4 מ' ש למלוא הזכויות.
- החנות מושכרת למזון. דמ"ש חודשיים החל מתחילת 2020 הינם 7.2 א' ש. משקף **תשואה של כ- 6.1%**.
- בתאריך 05.07.18 נמכרה חנות בשטח של 24 מ"ר ברח' פרישמן 90 (מול ככר רבין). החנות מושכרת לחנות הספרים "גריין" תמורת 7,500 ש' לחודש (312 ש' למ"ר).
- התמורה 1.575 מ' ש ומשקפת שווי של כ 65.6 א' ש למ"ר (מגלם **תשואה של כ- 5.7%**).

9.3. קריטריונים לבחינת שיעור ההיוון הספציפי הראוי בנכס שבנדון:

מבחן השוק בהתאם לעסקאות שנסקרות לעיל מלמד על תשואות בטווח של 6% - 5% בנכסי נדל"ן מניב איכותיים.

שעורים תשואה נמוכים, הגובלים ב-5%, מתקבלים בנכסים איכותיים, בפרויקט חדשים המושכרים לשוכר בעל איתנות פיננסית, לתקופת שכירות ארוכה.

שעורים גבוהים יותר מקבלים כאשר הנכס ותיק או כאשר ישנו מגוון שוכרים במח"מ נורמטיבי.

להלן אומדן שיעור ההיוון הספציפי לנכס הנדון

שיעור היוון כולל לנכס איכותי ביותר – 6% (נכס אשר איננו נהנה משוכר יחיד בעל איתנות פיננסית לתקופת שכירות ארוכה). להלן ההתאמות הנדרשות ביחס עם הנכס שבנדון:

קריטריון	תוספת נדרשת בשיעור ההיוון בשל קריטריון זה
שיעור היוון כולל לנכס איכותי ביותר	6%
גיל מבנה ואיכות בניה	-
מיקום	-
תפוסה מלאה	0.1%
נתוני שכירות יציבים על פני מספר שנים	0.2%
שוכרים איכותיים	-
נגישות תחבורתית ועמידה בתקן חניה	-
תקופות שכירות ארוכות 5 שנים ויותר	-
דמי שכירות התואמים למקובל בשוק או אף נמוכים ביחס לשוק	-
עלות הניהול של הפרויקט מאוזנת	-
סה"כ שיעור ההיוון לנכס הנדון:	6.3%