



רשות ניירות ערך פרסום ממצאים בקשר עם הערכות שווי נדל"ן והערכות שווי פעילות

שלום לכולם,

רשות ניירות ערך פרסמה ביום 26 בפברואר 2024 דוח ריכוז ממצאים שמטרתו לשקף ממצאים עיקריים שעלו בבדיקות הערכות שווי ושמאויות שביצע סגל הרשות, כמו גם את עמדת סגל הרשות בקשר אליהם, וזאת לשם שיפור וטיוב השיטות המיושמות והגילוי שניתן במסגרת הערכות השווי.

להן עיקרי הממצאים ועמדות הסגל:

א. הערכות שווי נדל"ן להשקעה המוערך בשיטת DCF

1. **שיעורי תפוסה** – במספר הערכות שווי של נכסי נדל"ן להשקעה בתחום המשרדים הממוקמים בארה"ב הונח כי שיעורי התפוסה יעלו בשנים הקרובות לשיעור העולה על שיעורי התפוסה הממוצעים באזור נכון למועד הערכת השווי, זאת על אף שאותם נכסים הציגו לאורך השנים האחרונות שיעורי תפוסה נמוכים משמעותית משיעורי התפוסה הממוצעים באותם אזורים. כמו כן, אותם נכסים הציגו בשנים האחרונות ירידה בשיעורי התפוסה לאור המעבר לעבודה מהבית בשל התפרצות מגפת הקורונה. לעמדת סגל הרשות החברות לא ביססו את יכולתן להשתמש בשיעורי תפוסה הגבוהים משיעורי התפוסה הממוצעים בפועל לאור מגמת הירידה האזורית בשיעורי התפוסה והעובדה שהיסטורית הנכסים הציגו שיעורי תפוסה ממוצעים נמוכים מאלו הנצפים בשוק. כמו כן, לאור הפגיעה שנבעה ממעבר לעבודה מהבית ולאור כך שלא ניכרת מגמה משמעותית של חזרה לעבודה מהמשרד, לא ניתן להניח כי בעתיד שיעורי התפוסה הממוצעים יהיו גבוהים מאלו ששוררים בפועל.

2. **התחייבות להשתתפות בתמריצי חכירה** – לעמדת סגל הרשות, כאשר קיימת לחברה התחייבות להשתתפות בתמריצי חכירה, ומועד מימושה נתון לשיקול דעתם של השוכרים, יש להביא בחשבון את כלל ההוצאה כהפחתה מיידית מהשווי הכולל של הנכס ולא לפרוס אותה לפי הצפי למימוש.
3. **הנחת צמיחה בהכנסות והנחת הסתברות חידוש חוזי השכירות** – לעמדת סגל הרשות יש לבסס את ההנחות הללו בהתאם למגמות בשוק וביצועי הנכס.

ב. הערכת שווי של קרקע המיועדת לדיור להשכרה

- הערכת השווי התבססה על שתי גישות: גישת ההשוואה וגישת היוון ההכנסות והחילוץ אשר שוקללו יחדיו לצורך קביעת שוויה ההוגן של הקרקע לתאריך הדוחות הכספיים, כאשר ניתן משקל משמעותי לגישת החילוץ מאחר שלטענת מעריך השווי קיים כשל שוק זמני ולכן עסקאות ההשוואה האחרונות שנצפו מוטות כלפי מטה באופן חריג ומשקפות מצב שוק נקודתי שאינו מייצג את מחיר הקרקעות.
1. לעמדת סגל הרשות, ככלל, בעת הערכת שווי קרקעות קיימת עדיפות לשימוש בגישת ההשוואה. בנוסף, שווי הנכסים בדוחות הכספיים נדרש לייצג את שווי הנכסים למועד הדוח, גם אם הוא שונה משמעותית משווי בתקופות אחרות ולא ניתן לקבל טענה כי שווי הנכסים העדכני אינו מייצג שווי הוגן.
 2. מעריך השווי השתמש כחלק מעסקאות ההשוואה בעסקאות לקרקעות למגורים תוך שימוש במקדם התאמה. סגל הרשות ביקש לבסס את האומדן לאור השונות המשמעותית בין המאפיינים של קרקעות המיועדות לדיור להשכרה לבין קרקעות למגורים.
 3. בגישת היוון ההכנסות מעריך השווי השתמש במקדם דחיה של שנה אחת. לעמדת סגל הרשות מקדם הדחיה הינו אופטימי ולא עלה בקנה אחד עם הפרקטיקה המקובלת/ניסיון העבר בפרויקטים דומים.

ג. התייחסות בהערכת שווי לתקני חניה נדרשים לצורך מימוש זכויות בניה

בהערכת שווי של קרקע המיועדת למסחר, שנערכה באמצעות שימוש בגישת ההשוואה, לא הייתה התייחסות לתקני החניה הנדרשים למימוש מלוא זכויות הבניה. בהתאם לתוכניות הקיימות, על מנת לממש את מלוא זכויות הבניה, החברה חייבת לעשות שימוש במכפילי חניה. לעמדת מעריך השווי אין מניעה להקים מרכז מסחרי עם כמות נמוכה של חניות קונבנציונאליות והשפעת אופן הקמת החניות על השווי הינה זניחה. יצוין כי ככל שלא ייושם הפתרון של מכפילי חניות, לא ניתן יהיה לממש את כל זכויות הבניה הקיימות וההשפעה על השווי תהיה מהותית.

לעמדת סגל הרשות, ככל שמעריך השווי מבקש להניח פתרון של מכפילי חניות, לכל הפחות היה עליו להציג פרוגרמה תכנונית המעידה על כך שמדובר בפתרון ישים. בנוסף, מאחר שמדובר בהחלטה עסקית של ההנהלה אם לממש או לא לממש את מלוא זכויות הבניה, הנחת מעריך השווי צריכה לעלות בקנה אחד עם כוונות ההנהלה ויש לכלול גילוי מתאים לכך בדוחות העייתיים.

ד. הערכות שווי פעילות

1. **קביעת מחיר החוב בחברה העוסקת בהתחדשות עירונית** – לחברה שעוסקת בין היתר בייזום ובניה של פרויקטי התחדשות עירונית, אין מקורות תזרימיים למימון הפרויקטים ולכן המימון נעשה באמצעות הלוואות מזנין. מחיר החוב נקבע בהערכת שווי הפעילות על הלוואות קצרות למימון הפעילות השוטפת ולא על הלוואות מזנין שנושאות ריבית גבוהה יותר. בנוסף, נעשה שימוש בשיעור מינוף של חברות העוסקות בייזום פרויקטי נדל"ן מבלי לבצע התאמה למאפייני הפעילות הספציפיים של החברה. לעמדת סגל הרשות לאור שיטת המימון הצפויה של החברה, היה על מעריך השווי להניח שמחיר החוב יהיה דומה למקובל בחברות המממנות את עצמן באמצעות הלוואות מזנין.
2. **שקלול הסתברות שתהליך שינוי תב"ע לא יושלם במועד החזוי** – לעמדת סגל הרשות, במקרים של התחדשות עירונית, בהם אין וודאות לאישור

התב"ע ולהוצאת הפרויקט אל הפועל, ראוי לגלם אפשרות זו במסגרת הצגת תרחישים בתזרימי המזומנים בהערכת השווי.

3. **שימוש בשיעור WACC עבור תזרימים לבעלי ההון** – באחת מהערכות השווי שנסקרו, חלק מהפרויקטים היזמיים של החברה מומנו על ידי שותפים בפרויקט אשר בתמורה היו זכאים לאחוזים מהרווח העתידי של הפרויקט בשיעורים שונים הגבוהים מחלקם בהון ולכן היה קיים קושי להפריד בין השקעות הוניות למרכיבי החוב במימון של השותפים ולכן מעריך השווי הביא במסגרת תזרימי המזומנים את התשלומים בגין החזרי ההלוואות לבעלי ההון והיוון אותם באמצעות מודל ה-WACC. סגל הרשות ביקש לעדכן את המתודולוגיה להיוון כך שתזרימי המזומנים לבעלי ההון יהוונו בשיעור תשואה לבעלי ההון בכל הפרויקטים המנוהלים על ידי החברה.

4. **שימוש בשיעור חוב נומינלי לצד תזרים ריאלי** – באחת מהערכות השווי שנסקרו עלה כי מעריך השווי ביסס את שיעור החוב על בסיס עקום נומינלי וזאת לצד תזרים מזומנים ריאלי, מטעמי שמרנות. לעמדת סגל הרשות נדרש ליישם מודל שעולה בקנה אחד עם הנחות התזרים. ככל שמעריך השווי מוצא לנכון שנדרש להעלות את שיעור ההיוון, יש לעשות זאת באופן שאינו פוגם בעקביות המודל של הערכת השווי.

5. **תשואה על ההון בשנה הטרמינלית גבוהה ממחיר ההון** – בהערכת שווי בשיטת ה-DCF של פעילות מתקן לוגיסטי ייחודי נמצא כי התשואה על ההון שהונחה בשנה טרמינלית הייתה גבוהה משמעותית ממחיר ההון. לעמדת סגל הרשות אין זה סביר להניח ששיעור התשואה על ההון המושקע בהקמת נכס יהיה גבוה משמעותית ממחיר ההון לאורך זמן. גם אם בשל ייחודיותו של המתקן הלוגיסטי ניתן להניח שבשנותיו הראשונות הוא ייצר תשואה יחסית גבוהה על ההון המושקע, הרי שאין זה סביר שבמשך תקופה ארוכה המתחרים לא יישמו טכנולוגיות דומות והחברה תמשיך לייצר תשואה עודפת גבוהה משמעותית מהתשואה הנדרשת על ההון. בנוסף, החברה לא הצליחה להסביר את הפער המשמעותי בין השווי שנקבע בהערכת השווי למתקן הלוגיסטי לבין עלות השחלוף הכוללת את עלויות הקמת מתקן זהה, לרבות ערך הקרקע ותוספת תשואה על ההשקעה.

ה. ביסוס שווי שימוש בהתאם ל- IAS 36 שלא באמצעות היוון תזרימי מזומנים

במסגרת עבודה לבחינת ירידת ערך של חברה כלולה נסחרת, ביקש מעריך השווי לבסס את נאותות שווי השימוש על ידי שימוש בגישת המכפילים וזאת בנוסף להצגת השווי שחושב באמצעות DCF. מאחר שלעמדת החברה שווי השימוש משקף את הסכום בר ההשבה של החברה הכלולה, לא ניתן היה לבסס את נאותות החישוב באמצעות גישת המכפילים מאחר שגישה זו מייצגת שווי הוגן ולא שווי שימוש של הפריט הנמדד.

ו. גילוי בנוגע להערכות שווי

1. **הסתמכות על מומחים וצירוף חוות דעת** – בהתאם לתקנות ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומיידיים) התש"ל-1970 (להלן: "תקנות הדוחות"), כאשר הערכת שווי הסתמכה על הערכות מהותיות של מומחים נוספים, יש לצרף להערכת השווי את אותן הערכות ולתת את הגילויים הנדרשים בתקנות הדוחות גם לגביהן. לעמדת סגל הרשות נדרש לצרף להערכת השווי עבודות כלכליות המהוות הנחת עבודה משמעותית שמעריך השווי הסתמך עליה לצורך עבודתו. לדוגמה - "דוחות אפס" לצורך הערכת שווי של פעילות התחדשות עירונית; שמאוויות מקרקעין לקביעת מחיר מכירה למ"ר לצורך הערכת שווי של חברה העוסקת בייזום; שמאות מקרקעין לקביעת עלות שחלוף.

2. **הצגת ניתוחי רגישות** – בהתאם לתקנות הדוחות נדרש כי הערכת שווי שצורפה תכלול ניתוח רגישות ביחס לשווי שנקבע בה, בהתאם להנחות המהותיות מאד שבבסיס ההערכה. בדרך כלל ניתוחי הרגישות מתייחסים לשיעור ההיוון, שיעור הרווחיות ושיעור הצמיחה בשנה הטרמינלית. סגל הרשות מבקש להדגיש כי נדרש להפעיל שיקול דעת בהתאם לנסיבות הספציפיות על מנת לקבוע לאלו גורמים נוספים נדרש לבצע ניתוח רגישות.

בברכה,

רו"ח גיא טביביאן,

שותף, ראש המחלקה המקצועית

Deloitte

למידע ופרטים נוספים:

רו"ח יוסי אביאן, דירקטור במחלקה המקצועית, Deloitte, טל': 03-6085204

רו"ח שמעון זוארץ, דירקטור במחלקה המקצועית, Deloitte, טל': 03-6085562

רו"ח דורית קסב, מנהלת בכירה במחלקה המקצועית, Deloitte, טל': 03-7181811

רו"ח יקרת שבח, מנהלת בכירה במחלקה המקצועית, Deloitte, טל': 03-6085461

רו"ח היראלדו דחדל, מנהל במחלקה המקצועית, Deloitte, טל': 03-7181739

רו"ח מאיה הראל, מנהלת במחלקה המקצועית, Deloitte, טל': 073-3994542



www.deloitte.co.il

Deloitte refers to one or more of Deloitte Touche Tohmatsu Limited, a UK private company limited by guarantee ("DTTL"), its network of member firms, and their related entities. DTTL and each of its member firms are legally separate and independent entities. DTTL (also referred to as "Deloitte Global") does not provide services to clients. Please see www.deloitte.com/about for a more detailed description of DTTL and its member firms.

Deloitte Israel & Co. is a firm in the Deloitte Global Network. Deloitte Israel Group is a leading professional services firm, providing a wide range of world-class audit, tax, consulting, financial advisory and trust services. The firm serves private and publicly traded companies, domestic and international clients, public institutions and promising fast-growth companies whose shares are traded on the Israeli, US, European and foreign capital markets.

Deloitte Israel Group - ©2024 Brightman Almagor Zohar & Co. A firm in the Deloitte Global Network.