

# דוח ממצאים בקשר עם הערכות שווי נדל"ן והערכות שווי פעילות: ליקויים וכשלים שנמצאו במסגרת בדיקת סגל רשות ניירות ערך

מחלקה מקצועית - יוני 2022

## רקע

יחידת הביקורת של מחלקת תאגידיים ברשות ניירות ערך בשיתוף עם מערך הערכות השווי במחלקת תאגידיים (להלן - "סגל הרשות" או "הסגל"), מבצעת מעת לעת ביקורות אשר במסגרתן נבחנת סבירות של הערכות שווי של נכסי נדל"ן ושל ההנחות העיקריות הנלקחות בחשבון במסגרתן.

בחודש יוני 2022, פרסם סגל הרשות דוח ממצאים בקשר עם הערכות שווי נדל"ן והערכות שווי פעילות: ליקויים וכשלים שנמצאו במסגרת בדיקת סגל רשות ניירות ערך (להלן - "דוח הממצאים") אשר מטרתו לשקף לתאגידיים המדווחים, לשמאים, למעריכי השווי ולציבור המשקיעים, ממצאים עיקריים שעלו בבדיקת הערכות שווי ושמאיויות (להלן - "הערכות השווי") שביצע סגל הרשות, כמו גם את עמדת סגל הרשות בקשר אליהם, וזאת לשם שיפור וטיוב השיטות המיושמות והגילוי במסגרת הערכות השווי.

בחינת סגל הרשות הצביעה בחלק מהמקרים על קיומם של ליקויים וכשלים ביחס לגילוי, לאומדנים ולהנחות אשר עמדו בבסיס הערכות השווי, כמפורט בדוח הממצאים.

סגל הרשות מצפה כי הנהלות התאגידיים המדווחים, השמאים ומעריכי השווי יבחנו בקפידה את ההנחות העומדות בבסיס הערכות השווי המהוות בסיס לחישוב שווים ההוגן של הנכסים בדוחות הכספיים, ו/או המצורפות לדיווחי תאגידיים מדווחים (כגון, הערכות שווי המצורפות לדוח זימון אספה).

## להלן סקירה של עיקרי דוח הממצאים:

### שימוש בגישת השוואה מקום בו לא ניתן לזהות / לאתר עסקאות בנכסים דומים

באחת מהערכות השווי שנבחנה על ידי סגל הרשות, גישת השוואה שימשה כגישה המובילה בהערכת שווי מבנה המשמש לתעשייה עתירת ידע. באותו מקרה השמאי לא איתר בסביבת הנכס מספיק עסקאות השוואה תקפות, אשר יכולות לבסס את השווי למ"ר ולפיכך נעשה שימוש בעסקאות השוואה מאזור אחר אשר אינן בהכרח ברות השוואה לנכס נשוא הערכת השווי ודורשות התאמות משמעותיות לצורך השוואתן. עסקאות השוואה שיקפו מחיר ממוצע למ"ר משרדים הגבוה בעשרות אחוזים מהמחיר למ"ר שהונח במסגרת השומה. בנוסף, השימושים המותרים, שיעורי התפוסה ודמי השכירות למ"ר בכל אחד מהאזורים היו שונים.

לדברי החברה, על אף הנסיבות המפורטות לעיל, גישת השוואה שימשה כגישה המובילה בשל העובדה שהנכס ברובו לא היה מאוכלס ומאחר שלשיטת החברה דמי השכירות למ"ר בחוזים הקיימים היו במחירים נמוכים ממחירי שוק ולפיכך השימוש הנוכחי בנכס לא היווה לעמדת החברה את השימוש המיטבי.

לעמדת סגל הרשות, ככלל במקום בו שימוש בגישת השוואה מצריך התאמות מהותיות מאד לא יהיה זה סוג הראוי להשתמש בגישת השוואה כשיטה המובילה.

בנוגע לטענת החברה כי השימוש הנוכחי בנכס אינו מהווה את השימוש המיטבי ציין הסגל בפני החברה כי בנסיבות אלו ניתן לעשות שימוש בדמי השכירות הראויים לנכס בשימוש המיטבי, תוך הבאה בחשבון כי יש להפחית את שווי הנכס באופן המשקף את הסיכון ומשך הזמן שיחלוף עד לאכלוס. עוד קבע סגל הרשות כי אם נקבע לעשות שימוש בגישת ההשוואה על אף ההסתייגויות המפורטות לעיל, נדרש לפרט במסגרת הערכת השווי את ההתאמות שבוצעו לעסקאות ההשוואה. במקרה האמור, התבקשה החברה לפרט את ההתאמות שבוצעו בגין רמת גימור, גיל הנכס, שימושים, נגישות תחבורתית, שיעור תפוסה וכדומה.

בהמשך לדיונים עם סגל הרשות ולאחר הטמעת התיקונים הנדרשים, קבעה החברה את גישת היוון ההכנסות כגישה המובילה בשומה, חלף השימוש בגישת ההשוואה כגישה המובילה. כמו כן, לטובת השימוש בגישת ההשוואה אשר שימשה כגישה משנית לקביעת השווי, נוספו נתונים מפסיקות שמאים מכריעים ובוצעו התאמות נוספות.

### שימוש במקדם אקוויוולנטי לצורך העמסת שטחים ציבוריים

במקרה שמתואר לעיל הניח השמאי במסגרת גישת ההשוואה כי יש להוסיף 10% לשטח הנכס ברוטו לשיווק שנקבע בהיתר, המגלמים העמסה של השטחים הציבוריים (דהיינו נעשה שימוש בשטח אקוויוולנטי של 110%). המשמעות המעשית של האמור הינה שווי למ"ר הגבוה ב-10% מהשווי למ"ר בעסקאות ההשוואה. במסגרת הבדיקה ביקש סגל הרשות מהחברה לבסס את השימוש בהקצאות של שטח אקוויוולנטי בגישת ההשוואה בשים לב לכך שעסקאות ההשוואה שיקפו עסקאות לרכישת חלקי קומות/בניינים ולרוב בעסקאות אלו מצוין השטח הכולל שנרכש ללא התייחסות לשטחים ציבוריים.

בדומה לכך, גם בשיטת היוון הכנסות השתמשה החברה בשטח אקוויוולנטי של 110% בגין העמסת שטחי ציבור על השטחים ברוטו לשיווק אף שבחוזים הקיימים בנכס לא חויבו השוכרים בגין שטח אקוויוולנטי.

לעמדת סגל הרשות ככל וחברה עושה שימוש במקדם אקוויוולנטי כחלק מגישת היוון הכנסות, עליה להראות כי השוכרים בנכס הלכה למעשה מחויבים בנוסף לשטחים העיקריים גם בגין שטחים האקוויוולנטיים. בדומה לכך, ככל שמחירי השכירות למ"ר נגזרים מנכסי השוואה, על החברה לוודא כי גם בנכסי ההשוואה מחויבים השוכרים בגין שטח אקוויוולנטי.

בהמשך לדיונים עם סגל הרשות, תיקנה החברה את השטח האקוויוולנטי בשתי השיטות ל-100% והפחיתה את שווי הנכס בכ-10%.

### שטחים פנויים

באחד מהנכסים שנבדקו על ידי סגל הרשות שיעור התפוסה בנכס עמד על כ-30% במשך כשנתיים והחוזים הקיימים שיקפו דמי שכירות נמוכים משמעותית מדמי השכירות הנצפים בנכסים דומים באותו אזור. לאור האמור, תכננה החברה לבצע שיפוץ משמעותי אשר כלל הסבה של חלק מהשטחים משטחי תעשייה/אחסנה למשרדים, דבר אשר להערכתה, יאפשר להגדיל את שיעורי התפוסה בנכס ולהעלות את דמי השכירות המבוקשים בגין שטחים אלו. במסגרת הערכת השווי לא הובאה בחשבון דחייה בגין ההכנסות הצפויות של השטחים הפנויים לצורך גילום משך הזמן שיחלוף עד להשכרת השטחים בפועל. כמו כן שיעור ההיוון שהונח עבור השטחים הפנויים היה זהה לשיעור ההיוון שהונח עבור השטחים המושכרים.

לטענת החברה, הערכת השווי הביאה בחשבון דחייה בהכנסות מהשטחים הפנויים באופן הבא:

- דחייה עד לקבלת הכנסות - מרכיב הדחייה עד לקבלת הכנסות מגולם בעלות ההשקעות שהובאה בחשבון (אשר לחילופין תינתן כתקופת גרייס כשהשקעות יחולו על השוכר).
- חלק ממרכיב הדחייה והסיכון מגולם בשיעור ההיוון.

סגל הרשות לא קיבל את עמדת החברה שכן השיטה שבה עשתה החברה שימוש לא מביאה בחשבון את התקופה עד למציאת שוכר. כמו כן, מבדיקת סגל הרשות עלה כי נכסים דומים באותו אזור המאוכלסים במלואם נישומו תוך שימוש בשיעור היוון דומה לזה שבו השתמשה החברה בנוגע לנכס שבנדון (למרות שבנכסים הדומים לא נדרש לשקף סיכון אי-אכלוס).

לדעת סגל הרשות, מצופה כי שיעור ההיוון ביחס לנכס החשוף לסיכון אי-אכלוס משמעותי יהיה גבוה מזה המשמש להערכת נכס מאוכלס במלואו (ובפרט בנסיבות בהן דמי השכירות בפועל נמוכים מדמי השכירות הראויים שהוערכו והנכס מצוי תקופה ארוכה בתפוסה נמוכה משמעותית, דוגמת הנכס שבנדון).

החברה קיבלה את הערות סגל הרשות ועדכנה את הערכת השווי בהתאם, כך שהונחה דחייה בהכנסות משטחים פנויים, המגלמת את תקופת השיווק של הנכס, דבר אשר הביא להפחתת השווי של השטחים הפנויים.

### ביסוס שיעורי ההיוון, תוך שימוש בעסקאות השוואה תקפות והתייחסות לעומס השוכרים

סגל הרשות מצא בבדיקות שביצע מקרים בהם הערכות השווי עשו שימוש בשיעורי היוון שנגזרו מעסקאות שאינן רלוונטיות לנכס נשוא הערכת השווי. כך לדוגמה, עבור נכס משרדים מסוג Class B (קרי, מבני משרדים בשטח בנוי נמוך מ-10,000 מ"ר ובאיכות גימור ושירות הנמוכה במידה מסוימת מאלה הנהוגים במגדלי יוקרה) הממוקם מחוץ לגוש דן הוצגו במסגרת ביסוס שיעור ההיוון עסקאות למכירת נכסי פריים במרכז תל אביב או שלחילופין לצורך ביסוס שיעור היוון של נכסים תעשייתיים ומסחריים הוצגו עסקאות של נכסי לוגיסטיקה.

לעמדת סגל הרשות את שיעור ההיוון יש לגזור מנכסים דומים לנכס נשוא השומה ורק במקום שלא קיימות עסקאות כאמור, יש לעשות שימוש בשיעורי היוון מעסקאות בנכסים שאינם דומים תוך ביצוע התאמות.

במקרים אחרים שבחן סגל הרשות, שמאוויות נקבו בשיעור ההיוון המבוסס על שיעורי התשוואה שפרסם השמאי הממשלתי הראשי בדוח סקירת שיעורי תשוואה בנכסים מניבים (להלן - "סקר השמאי הממשלתי").

בהקשר זה מצא סגל הרשות לנכון להדגיש כי בעת השימוש בסקרים של השמאי הממשלתי ההמלצה היא לשימוש בתוצאות המחקר לאחר שהשמאי נתן את דעתו ביחס לנכס הנישום ולמאפייניו המיוחדים, לרבות בין היתר לשיקולים כגון:

- הקשר בין רמת הקרבה של הנכס למרכז הארץ או למרכז הישוב לבין שיעור התשוואה ממנו (בנכסים פריפריאליים נצפה שיעור תשוואה גבוה ביחס לממוצע)
- שיעור התפוסה (ככל ושיעור התפוסה נמוך יותר ומשך הזמן בו השיעור כאמור הינו נמוך, כך גם יש לתת ביטוי לשיעור היוון גבוה יותר המשקף את הסיכון הגבוה בו מתאפיין הנכס הנבחן)

סגל הרשות הבהיר כי במקום שבו בוצעו התאמות ביחס לשיעור היוון הנגזר מעסקאות השוואה או מסקר השמאי הממשלתי, יש לפרט את טיב ההתאמות שבוצעו.

### גילוי בשמאוויות

בבדיקות שוטפות שמבצע סגל הרשות נמצאו מקרים בהם רמת הפירוט בשמאוויות שצורפו לדוחות הכספיים לא היו מספקות. להלן מספר נושאים אשר בקשר אליהם סבר הסגל כי לא ניתן גילוי מלא:

#### גילוי בנוגע לרווחי/הפסדי ניהול

בחלק מהערכות השווי שנסקרו על ידי סגל הרשות לא ניתן גילוי מלא בנוגע לרווחי/הפסדי הניהול שמפיק הנכס. כך לדוגמה, באחת מהערכות השווי שבדק סגל הרשות, ציין השמאי שדמי הניהול חושבו על בסיס ממוצע רווחי הניהול שהופקו מהנכס בשלוש השנים האחרונות. מבדיקה שערך סגל הרשות עלה כי מעריך השווי נטרל הוצאות/אירועים חד-פעמיים, כך שבפועל מדובר בממוצע מותאם ולא בממוצע בפועל.

מעריך השווי נדרש להוסיף פירוט בנוגע לרווחי הניהול בפועל בשלוש השנים האחרונות, בנוגע להתאמות שביצע, ואת נימוקיו לגבי שימוש בממוצע רווחי הניהול המותאם ולא ברווחי הניהול בפועל.

במקרה אחר עלה כי חברת הניהול של הנכס הייתה גירעונית, אולם במסגרת הערכת השווי הניח השמאי שחברת הניהול תתאזן וזאת ללא הסבר או ביסוס. סגל הרשות דרש במקרה זה מתן גילוי מפורט בנוגע להכנסות/הוצאות הניהול בשלוש השנים האחרונות, לרבות פירוט בנוגע להשתתפות הבעלים בעלויות הניהול, זאת בנוסף למתן גילוי בנוגע לתקציב הניהול לשנים הבאות המציג את הנחות החברה לאיזון חברת הניהול.

## הסבר לפער בין דמי שכירות מחוזים חדשים בנכס לעומת דמי שכירות הממוצעים המייצגים שהונחו

בכמה מקרים נתקל סגל הרשות בפערים בין דמי השכירות הממוצעים בנכס ואשר שימשו לצורך הערכת השווי של נכסי נדל"ן להשקעה לבין דמי השכירות הממוצעים המשתקפים בחוזים שנחתמו בתקופת הדיווח וזאת ללא הסבר ראוי לפערים. במקרים אלו החברות נדרשו לכלול במסגרת הערכת השווי ניתוח והסבר לפערים ובנוגע לתוכניות ההנהלה לצמצום בעתיד. לעמדת סגל הרשות, ככל שדמי השכירות בחוזים החדשים שנחתמו בשנת הדוח נמוכים משמעותית מדמי השכירות שהונחו במסגרת הערכת השווי והיוו בסיס לחישוב השווי ההוגן של הנכס, מצופה כי נתונים אודות שיעור התחדשות החוזים השנתי ודמי השכירות הממוצעים שנחתמו בנכס בתקופות האחרונות יוצגו גם במסגרת הערכת השווי וכי יינתן הסבר בנוגע לפער האמור, תוך התייחסות לשאלה, מדוע פער זה אינו מעיד על פוטנציאל להפחתה בדמי השכירות העתידיים בנכס.

### שיעור תפוסה

במקרים רבים הונח במסגרת הערכת השווי שיעור תפוסה מייצג של 100% בתקופת התחזית, מקום בו שיעור תפוסה זה אינו תואם לשיעור התפוסה הממוצע בפועל בשנים שקדמו למועד הערכת השווי. במקרים אלו סגל הרשות ביקש מהחברות וממערכי השווי לבסס ולנמק בהרחבה את הנחתם ביחס לשיעורי התפוסה המייצגים, תוך התייחסות, בין היתר, אך לא רק לסקרי התפוסה באזור בו ממוקם הנכס נשוא הערכת השווי.

### מתן גילוי בנוגע להכנסות הנכס וה- NOI בשלוש השנים האחרונות

במספר מקרים נמצא כי קיימים פערים בין נתוני ההכנסות/NOI המוצגים בפרק תיאור עסקי התאגיד לבין נתוני ההכנסות/NOI המוצגים במסגרת הערכות השווי כאשר לעיתים הפערים נבעו כתוצאה מטיפול בתמריצי חכירה, הפרשה לחובות מסופקים וכדומה.

באותם מקרים נדרשו התאגידים לפרט ולהסביר פערים אלו במסגרת הערכת השווי.

### התייחסות ל"עומס שוכרים"

לעמדת סגל הרשות, אחד הפרמטרים המרכזיים לבחינת סבירות דמי השכירות ויציבותם בנכסים מסחריים הינו מדד עומס השוכרים, מדד שעשוי לשקף את "סיכון העזיבה" של השוכרים בנכס מסחרי. במספר מקרים נמצא הסגל כי שמאות נכס מסחרי לא כללה ניתוח של יחס עומס שוכרים, זאת מקום בו ניתוח עומס השוכרים בנטרול שוכרי "עוגן" או בענפים מסוימים היה מאפשר להבין את הסיכון הקיים בנכסים ואת אופן קביעת שיעור ההיוון הכולל.

במקרים אלו נתבקשו החברות להרחיב את הגילוי המתייחס ל"עומס השוכרים" ולהשפעתו על קביעת שיעור ההיוון.

כמו כן, ככל שהחברה מזהה שוכר או קבוצת שוכרים בעלי סיכון גבוה, הרי שעליה להביא זאת בחשבון במסגרת הערכת השווי. בעניין זה ראו גם עמדת סגל הרשות שקיבלה ביטוי במסגרת דוח ריכוז ממצאים בנושא ביקורת שמאוית מקרקעין שפורסם בדצמבר 2018 (לקישור לדוח הממצאים האמור [לחצו/ כאן](#)).

### שימוש בהנחת צמיחה פרמננטית

במסגרת בדיקת תשקיף בחן סגל הרשות את סבירות ההנחות שנלקחו במסגרת תחשיב DCF ששימש לצורך הערכת שווי של פעילות חברה המפעילה תחנות דלק. במסגרת הבדיקה נמצא סגל הרשות כי בהערכת השווי הונחה צמיחה פרמננטית בהכנסות וזאת ללא התייחסות ראויה למגמות ולשינויים החלים בתחום האנרגיה ובפרט להפחתת השימוש בדלקים מזהמים ומעבר לשימוש באנרגיה ירוקה.

מבדיקת סגל הרשות עלה כי מעריך השווי הסתמך בהערכת השווי על תחזית הביקוש לבנזין, אשר במסגרתה הוצגו שלושה תרחישים שונים ביחס לחדירת כלי הרכב החשמליים לשוק בישראל והשפעתה על הביקוש לבנזין בתחנות הדלק. עפ"י הנחת תוואי החדירה הבינוני שנכלל בהערכת השווי, אמור לחול גידול בכמויות הבנזין הנמכרות עד לשנת 2026 בלבד, אך לאחר מכן צפוי קיטון בשל חדירת רכבים חשמליים לישראל.

סגל הרשות סבר כי הנחת החברה - גידול מתמשך במכירות הבנזין אינה מבוססת וביקש ממעריך השווי לערוך תחזית DCF אלטרנטיבית אשר מביאה בחשבון את התחזית בתוואי הביניים כך שהחל משנת 2027 יוכר קיטון בכמויות הבנזין הנמכרות. זאת לאור כך שקצב חדירת הרכבים החשמליים בישראל צפוי לגדול עם הזמן וכן בשים לב לכך שמדינת ישראל קבעה יעדים ממשלתיים לגידול מתמשך בשיעור הרכבים

החשמליים מתוך סך הרכבים שיכנסו לישראל כך שהחל משנת 2030, יותר יבוא של רכבים חשמליים בלבד (אף שמדובר ביעדים שאינם בגדר הוראה מחייבת).

בפועל, מבדיקה שנעשתה לתחשיב מתוקן תחת הנחת חדירה בינונית של כלי רכב חשמליים נמצא כי לא קיימים פערים בשווי ביחס לתחשיב שעמד בסיס הערכת השווי, שכן הערכת השווי בתחשיב ה- DCF המתוקן הסתמכה על עלייה במרווח השיווק (הנחה שלא קיבלה ביטוי בהערכה המקורית שהגיעה לשווי דומה).

על אף האמור, לדעת סגל הרשות מדובר בנתונים מהותיים לניתוח הערכת השווי ולפיכך נדרשה החברה לכלול בהערכה תחשיב DCF מלא תחת הנחת קיטון בכמויות הבנזין הנמכרות כך שיהיה מובן למשקיעים אלו הנחות מפצות (כגון העלאת מרווח השיווק) נדרשות כדי להגיע לאותה תוצאת שווי גם תחת תרחיש זה.

### **בחנית סבירות הנחות והנהלה ומתן גילוי בנוגע לביסוס הנחות**

באחד מהמקרים שטופלו על ידי סגל הרשות עלה כי מחיר המכירה של מוצרי החברה שהונח בהערכת השווי היה גבוה בעשרות אחוזים ממחירי המכירה של חברה אחרת אשר לעמדת החברה המדווחת, מהווה המתחרה העיקרית שלה ואשר מצויה בשלב מתקדם יותר בפיתוח מוצריה. מבדיקת הסגל עלה כי מעריך השווי התבסס על נתוני ההנהלה מבלי לוודא את מהימנות הנתונים שהוצגו בפניו.

לעמדת הסגל, על מעריך שווי המסתמך על הנחות לגבי ביצועי החברה בעתיד, לבחון את סבירות הנחות ולהביא בחשבון בין היתר גם נתונים זמינים של חברות מתחרות.

במקרה האמור, נדרשה החברה לעדכן את הערכת השווי ולצרף גילוי טבלאי מפורט בגוף הערכת השווי, הנוקב בשם המתחרה ומסביר מהם המאפיינים העיקריים של מערכות החברה שלהערכת מעריך השווי מהווים יתרון המאפשר לגבות מחיר גבוה ביחס למערכות החברה המתחרה.

### **טעויות מקזוזת בהערכת שווי**

במסגרת בדיקה שנערכה על ידי סגל הרשות בנוגע להערכת שווי של מספר נכסי בית דיור מוגן נמצאו פערים משמעותיים בהערכות עבר בין התזרים השנתי הצפוי בהתאם להערכות השווי, לבין התזרים השנתי בפועל בשנים העוקבות.

העמקת הבדיקה הובילה למסקנה כי החברה לא ביצעה חישוב מדויק ביחס לכמות הדיירים אשר צפויה לעזוב בכל שנה בהחלפה הראשונה, וכן לא העריכה במדויק מתי יתבצעו ההחלפות העתידיות וחלף זאת הניחה הנחות רוחביות עבור כלל הערכות השווי של בתי הדיור.

החברה לא חלקה על קיומן של בעיות אלו, אולם טענה שהמודל שנלקח על ידי מעריך השווי אינו מדויק וכולל טעויות מקזוזות, ועל כן כל דיוק של המודל יגדיל את השווי מחד ויקטין את שווי מאידך, כך שבפועל לא תהיה השפעה מהותית על שווי הנכסים נשוא הערכת השווי. כך לדוגמה, החברה טענה כי שיעור ההיוון שהונח היה גבוה מלכתחילה בשל העובדה שהיה ידוע שהמודל אינו מדויק כך שלאחר דיוק המודל ניתן להפחית את שיעור ההיוון.

סגל הרשות לא קיבל את עמדת החברה לפיה ניתן לפצות על חוסר דיוק במידול התזרים החזוי באמצעות העלאת שיעור ההיוון. עוד יצוין כי לעמדת הסגל, כאשר משתמשי הדוחות הכספיים רואים שיעור היוון נמוך ללא יכולת ממשית לבחון את נאותות התזרים, הם עלולים לסבור שמא החברה שמרנית ושהנכסים מוערכים בחסר.

**יובהר כי האמור לעיל מהווה סקירה של דוח הממצאים ולפיכך אינו מהווה תחליף לקריאת נוסחו המלא ולבחינת מכלול ההשלכות הנגזרות מכוחו.**

לקישור לדוח הממצאים כפי שפורסם על ידי סגל הרשות [לחצו כאן](#).

בברכה,

המחלקה המקצועית פאהן קנה ושות'