

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

סיכום דיון

מסמך זה מהווה את תמצית הדיונים של "פורום שווי הוגן" מתוך מטרה לשתף את הקהל הרחב בעיקרי הדברים. בקריאת המסמך יש להביא בחשבון שמדובר בתמצית הדיון ולא בפרוטוקול מלא. בהתאם למדיניות הפורום, הדברים מובאים שלא בהכרח בציון שמות כל הדוברים. יודגש כי הדברים מייצגים את עמדותיהם האישיות והמקצועיות של חברי הפורום ואינם מייצגים בהכרח את העמדות הרשמיות של הגופים אליהם הם משתייכים.

תאריך המפגש: 08.01.2020

נושא המפגש: "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".

משתתפים: אמיר ברנע, שלומי שוב, דרור גד (ריט 1), אבי לוי (להב אל.אר), אורן פרנקל (אלוני חץ), איציק מורוביץ (EY), אפרת טולקובסקי (IDC), בועז דהרי (ליאון אוליצקי ושות'), גדעון שלום בנדור (S-CUBE), גיא טביביאן (Deloitte), דני ויטאן (KPMG), דקלה מוסקוביץ (רשות שוק ההון), ואדים פורטנוי (מעריך שווי), יבגני אוסטרובסקי (רשות שוק ההון), יניב פגוט (איילון), יעל אנדורן, משה פרידמן (ברק פרידמן קפלנר שימקביץ ושות'), עודד שריג (IDC), צחי זנזורי (מגדל), קים שהם ניר (הכשרת הישוב), רון הדסי (אלביט הדמיה), שלומי וינר (אוניסון), אייל מוליאן (קבוצת מור), גיא ברכה (PWC), יניב מלמוד (קרן אלטו), ישראל אליהו (KPMG), רון זרניצקי (אינג' יוסף זרניצקי), נטע ורדי (בנק ישראל), שמואל ויינשטיין (רשות המיסים), עדי סקופ (מגדל), אסתר גילעז-רן, גיא נתן (KPMG), גידי שלום בנדור (S CUBE), דגנית דניאל (משרד המשפטים), דן אבנון (הרמטיק), עופר ברנדט.

אורחים שנכחו בדיון: ירון אשל (גזית גלוב ישראל), נתן חץ (אלוני חץ), אבי ורטהיים (אלוני חץ), מאיה יעקב (אלוני חץ), אביעד צוקון (גב ים), מרק זק (גב ים), איתן בר זאב (ביג), אוהד עיני (השמאי הממשלתי), אופיר שריד (מליסרון), איתי כהן (רשות ניירות ערך), זהבית הדר (רשות ניירות ערך), גיתית גוברמן (אלוני חץ), ארז טל (KPMG), עומר וונש (מגדל), אילן מויאל (רשות המיסים), לירן רובי (SDB), יהודית זינגר (אמות), דוראל אמסלם (אמות), נעמה עמנואל (אלוני חץ), דברת אולפינר (גרינברג אולפינר ושות'), יוסף זרניצקי (אינג' יוסף זרניצקי), עמרי ביתן (Deloitte), גלעד לוי (BDO),

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

עמרי טל (נצבא), גיל וייס (Deloitte), ירון ספקטור (שמאי מקרקעין), שיא מנוביץ (רוסארי קפיטל), דורון גיבור (Deloitte), שגיא ברזני (גב ים), רענן דוד (ברק פרידמן קפלנר שימקביץ ושות'), רינת שילה (רוסארי קפיטל), קלרה צברגל (בנק הפועלים), רון כהן (icloud), רפאל קונפורטי (שמאי), עמרי טל (איירפורט סיטי), ענת הירשברג (מזרחי טפחות), פנינה אלה (בנק מזרחי), נועם רובינזון (גינריישן), נודרי זיזוב (עופר השקעות), עמיר בירם (השקעות JTLV), אולגה אלקסייב (EY), אורי שטרן (צור שמיר), אלי בן חמו (סלע נדליין), לביא גיאת (BDO), צאלון צמח (איירפורט סיטי)

צוות מקצועי: דניאל שרון, דקל רינצקי, יואב אטיאס

שלומי שוב

אנו עוסקים היום בנושא שיעור ההיוון של נדלן מניב – ואני חייב לציין שלא ציפינו התעניינות כזאת.. אבל אני חושב שבדיוק בשביל נושאים כאלה טוב שיש את פורום שווי הוגן כאשר סביב שולחן אחד יושבים כל הצדדים הרלבנטיים – חברות, שמאים, שוק ההון, רואי חשבון, רשות ני"ע ועוד.

בשורה התחתונה אנחנו מדברים על מגמה של ירידה בשיעורי התשואה, על רקע סביבת הריבית הנמוכה בשנים האחרונות, שעד כה לא ממש השתקפה בהערכות השווי ויש לנו לכך 3 אינדיקציות חזקות:

ראשית, את התוצאה רואים בשורה התחתונה במחירי השוק של מניות חברות הנדליין בבורסה. **לפי עבודה שביצע הצוות המקצועי של הפורום מחירי השוק כיום מלמדים על כך ששיעורי ההיוון הקיימים גבוהים בכ- 20% משיעורי ההיוון שעומדים לנגד עיניהם של המשקיעים בשוק ההון.** בינינו לצורך כך מודל פשטני שגזר את פרמיית השוק של הנדליין המניב בעיני המשקיעים על ידי חיבור של שווי שוק המניות עם שווי החוב – כמובן בהנחות מפשטות וגסות לגבי ערך נכסים אחרים וערך החוב הלא סחיר ובנטרול של מחצית מהתחייבות המיסים הנדחים.

אינדיקציה שניה לכך ששיעורי ההיוון גבוהים מדי, היא שורה של עסקאות שבוצעו לאחרונה בשיעורי היוון נמוכים מהפערים – אנחנו התייחסנו בחומר הרקע לארבע עסקאות עיקריות – קניון קריית אונו, מכירת מרכז לוגיסטי במודיעין על ידי מגה אור לרמי אונגר, רכישת מרכז לוגיסטי מטבע על ידי אמות וממש ממש לאחרונה קניון רמת אביב – מליסרון רוכשת את מניות המיעוט – 27% בחברת הקניון

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

ממגדל. הקניון רשום בספרים על 2.5 מיליארד והמכירה בוצעה לפי 2.8 מיליארד. שימו לב שכאן זה מניות מיעוט ולא כולל פרמיית שליטה (אני מניח שנושא הדיבידנדים מאד מהותי). יכול להיות שיש נסיבות ספציפיות לכל עסקה אבל עדיין לא ניתן להתעלם מהמגמה הכללית.

אינדיקציה שלישית היא הפער הגדול יחסית אל מול שיעורי ההיוון בחול. רואים את זה חזק מאד ממרווחי הסיכון בין התשואה הממוצעת במשרדים לבין הריבית חסרת הסיכון ביחס לעולם. נתנו נתונים על כך בנייר שלנו.

קביעת שווי הוגן על רקע מיעוט יחסי של עסקאות היא תמיד עניין מורכב. מיעוט העסקאות בשנים האחרונות נבע מכך שיש הרבה כסף בשוק והריבית נמוכה ולכן לא מתבצעות עסקאות מכירה גדולות. נסיבות אלה מאד מתחדדות בשוק הישראלי הקטן. אבל צריך לזכור כי לצורך קביעת שווי הוגן דורש ה-IFRS להביא בחשבון את כל ההנחות והשיקולים שמשתתפי השוק היו שוקלים בבואם לבצע עסקה ביום המאזן. זה שאין מספיק תצפיות לא אומר עדיין שלא צריך לעדכן את השווי ההוגן – מה גם שלאחרונה נעשו מספר עסקאות שלדעתי לא ניתן להתעלם מהן.

מבחינה חשבונאית, שיעור ההיוון צריך להיקבע קודם כל על פי עסקאות שוטפות בשוק - ככל שאין בנמצא כאלה או הן לא דומות נדרש לבצע התאמות והערכות סינתטיות - אבל גם אלה חייבים להביא בחשבון את השיקולים וההנחות של המשתתפים בשוק ביום המאזן. כלומר גם אם אין עסקאות בכלל שיעור ההיוון מבחינה תיאורטית לא יכול להיות סטאטי רק בשל כך וחייב להתאים את עצמו לשינויים בשיקולים של הקונים והמוכרים ובסביבה העסקית.

כמובן שצריך להיזהר מלבצע הכללות וצריך לבצע הבחנה בין סוגי הנכסים ואופיים כך ששיעור ההיוון יהיה תואם ספציפית לנכס הרלבנטי. לדוגמה בקניונים עלה בשנים האחרונות במקביל גם רכיב הסיכון כתוצאה מכניסת האון ליין ושינוי בטעמי הצרכנים – נושא שעסקנו בו בשנה שעברה – ומן הסתם יש לכך אפקט מקזז. אך עדיין גם לפי העסקאות האחרונות נראה כי האמירה באופן כללי לגבי הצורך בעדכון שיעור ההיוון נכונה.

חשוב לי להגיד שאיש חשבונאות שצריך מאד להיזהר מטיעונים שנשמעים לעיתים מגורמים שונים כמו שמאים ורואי חשבון של זהירות/שמרנות. מבחינה תפיסתית כאשר אנו מדברים על שווי הוגן אין זהירות ואין שמרנות – האחריות של ההנהלה (שנסמכת אמנם על שמאים אבל זאת קודם על אחריות שלה ו חשוב להבהיר את זה), היא למצוא את האומדן הטוב ביותר למחיר שבו היתה מתבצעת עסקה רעיונית ביום המאזן במהלך העסקים הרגיל בין קונה מרצון לבין מוכר מרצון. כלומר, בראיה

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

חשבונאית, סטייה בשווי ההוגן כלפי מטה חמורה מבחינת המשקיעים לא פחות מסטייה בשווי כלפי מעלה. כמו כן, הטענות שנשמעות לעיתים על נושא הפרמננטיות של עליית הערך הן בעייתיות – כמו שאמרתי השאלה המרכזית היא איך היתה מתבצעת ביום המאזן עסקה על ידי המשתתפים בשוק ותו לא.

חשוב שניגע גם בהשלכות: ההשלכות הנגזרות הן רבות וזה הרבה מעבר רק למה שאנו רואים בדוחות הכספיים שמדווחים לשוק ההון. תחשבו למשל על נושא מימון עסקאות נדל"ן מניב על ידי הבנקים – הרי השמאים של הבנקים לוקחים תמיד מרווח בטחון ביחס לשמאים בשוק ההון ולכן ככל ששיעורי ההיוון גבוהים מדי הרי שלאור המגבלות שחלות על הבנקים בין כה וכה זה מנטרל דה פקטו במידה רבה מימון בנקאי לעסקאות חדשות. צריך להבין שלכל אלה יכולה להיות השלכות ריאליות שליליות על ביצוע עסקאות – החל מגופים מוסדיים שיכולים לחשוש מכך שאם יכנסו לעסקה ידרשו לרשום הפסד מידי כתוצאה משערוך וכלה במגבלת המימון הבנקאית האפקטיבית כאמור.

תוסיפו לכל זה ששיעורי ההיוון הנוכחיים יוצרים מלכוד אדיר מבחינת הטיפול החשבונאי – קחו למשל את עסקת הרכישה של מחצית הקניון של קריית אונו על ידי אמות מנכסים ובניין – ככל שלא יתבצע שערוך של החצי הקיים הרי שייוצר הפסד מידי על הרכישה של החצי השני וזה אבסורד.

השאלה מה יקרה כעת – אני מעריך שיהיה עדכון של שיעורי ההיוון. אבל יש כאן מספר שחקנים – הנהלות, שמאים רואי חשבון רגולטורים והנושא לכאורה רגיש שהרי ככל שיתבצע עדכון משמעותי יותר הרי שזה לכאורה מעיד על בעייתיות בדוחות עד כה – ואני כבר רואה את רואי החשבון כאן זזים באי נוחות... לכן אני מניח כמו שאני מכיר את הדברים שהעדכונים לא יהיו קיצוניים.

דבר נוסף לפני שאני מסיים, הסתכלתי לקראת הדיון יחד עם הצוות של הפורום על עסקאות שבוצעו ואני חושב שצריך לשפר את הגילוי על העסקאות שבוצעו באמת כדי שהמידע יוצף לכלל המשתתפים בשוק ההון. מה שראיתי זה שלא תמיד הגילויים אחידים, לא תמיד מסוגל להשוות את שיעור התשואה שנותנים לך בגילוי על העסקה לשיעור ההיוון שנמצא של הנכס. יש פה כל מיני שאלות שמאיות של אופן ההתייחסות לשיעורי תפוסה וכו'. יושבים פה גם נציגים של הרשות ואני חושב שצריך להסדיר את הנושא הזה, להציף את המידע באופן מוסדר לכלל המשתתפים בשוק ההון והמידע לא יהיה נתון רק ליודעי דבר. אנחנו מכירים את זה גם מהערכות שווי אחרות שברגע שמתבצעת עסקה שהיא לא תואמת את הערכת השווי, צריך לתת גילוי לדלתא. בכמה למעשה סטתה הערכת השווי ובאיזה פרמטרים מהעסקה בפועל. אני חושב שזה מידע שהוא מידע חשוב שיוצף לשוק ההון. זה מידע מאוד רלוונטי למשקיעים.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

אמיר ברנע

שתי הערות קצרות: ראשית אני סקרן לדעת מה דעתכם על הנוסחה המוצגת שקושרת שווי שוק עם הון עצמי, האם הנוסחה משקפת נכון יותר את הפרמיה מאשר היחס הפשוט בין שווי שוק להון עצמי? שנית לגבי ההון העצמי והאשראי הבנקאי, לדעתי שאלת המפתח היא נושא הדיבידנד. האם תוספת הערך יכולה ליצור תמריץ לתשלום דיבידנד או יכולת תשלום דיבידנד ואז הבנק המלווה יכול להגיד שבאספקט הנזילותי הוא נפגע. כלומר, השאלה היא זו: האם ניתן לשלם דיבידנד מתוך הפרשי שיערוך שנוצרים כתוצאה משינוי שער ההיוון? אם התשובה היא שאפשר לחלק מהתוספת דיבידנד אז אני מניח שהמלווה ייקח את זה בחשבון. רציתי גם להזכיר התנודתיות האפשרית בהון העצמי כתוצאה ממדידה רצופה של שער ההיוון על פי מחירי שוק שיכולים להשתנות מרבעון לרבעון. האם היא רצויה?

שלומי שוב

לשאלתך, תיאורטית אפשר לחלק מהשיערוכים. כרגע חוק החברות מאפשר זאת, אם כי יש תשלום מס.

אמיר ברנע

עוד הערה קצרה, ביחס לעסקה העיקרית עליה דובר בקניון קריית אונו. האם האלמנט היחיד לפער בין השווי להון העצמי הוא שער ההיוון או שיש אלמנטים נוספים שצריך לתמחר אותם? למשל נושא השליטה או נושא היכולת של הרוכש כשהוא בעלים יחיד, לפעול בצורה יותר אינטגרטיבית בכל העסקים שלו מאשר קיימת לו כשיש לו שותף של 50%. האם גם זה נלקח בחשבון בשווי? ואם כן, האם בעצם מחיר ההיוון שנקבע ל-5% וקצת יותר הוא בעצם יותר גבוה? ודבר אחרון מהו שער ריבית חסר סיכון? זאת אומרת, איך מודדים את הפרמיה בשער ההיוון מעל שער ריבית חסר סיכון? מקובל לקחת שיעור תשואה על אגרות חוב ממשלתיות ארוכות. אני נרתע משימוש בשיעור התשואה הזה מכיוון שמחירי אגרות חוב ממשלתיות כוללים אלמנט שמפחית תשואה עקב סחירות ואלמנט עוד יותר חשוב הוא הלימות ההון. כאשר מוסדות פיננסיים שמחזיקים אגרות חוב ממשלתיות חלים עליהם כללי הלימות הון אחרים מאשר כשהם מחזיקים אגרות חוב בטוחות נאמר של פירמה עסקית. כלומר, ישנה שאלה מה הוא הבסיס לשיעור תשואה חסר סיכון - האם שיעור התשואה של אגרות חוב ממשלתיות או שיעור התשואה של חברה שהיא AAA ואם יש פער בין תשואות אלה? איך הוא מתומחר לתוך שאר האגרות?

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

נתן חץ

אנחנו מתלבטים בעניין הזה לא מעט שנים כבר כי העיוות של פערי מחירי המניות לעומת השמאויות גדולים והולכים וגדלים עם השנים, וצריך לזכור שדוח כספי הוא לא של השמאי, אלא הוא של הנהלת החברה. הגענו למצב מצד אחד שהזנב מקשקש בכלב כי פתאום שהחליטו על ה-IFRS אז אמרו שהמאזן הוא המסמך המוביל והרווח והפסד הוא פחות. עכשיו הולכים לחידושים חדשים אבל עוד פעם, המסמך המוביל הוא המאזן ותהיה שמאות לנכסים שלא יהיו במחיר היסטורי ושלא יהיו במחירים כאלה ואחרים והגענו למצב אבסורדי שבו הנהלות של חברות מוכנות לרכוש נכסים בתשואות שהן ב- 40%-50% מעל השמאות הממוצעת שהיום שוק השמאים נתן לחברות באזור ה-7%. כשאני מסתכל על החברות הציבוריות, לאחרונה זה אזור ה-7% בממוצע ובחברות ציבוריות באופן טבעי, הדירקטורים רוצים להסתמך על צד ג' ולא רק על הנהלת החברה. תמיד יש איזושהי גישה מוזרה שהנהלת החברה תמיד תרצה להראות דוח יותר טוב או הון יותר גדול וכו' ומבקשים משמאות של צד ג' ובאים הצד ג' שאלה השמאים המכובדים שחלקם יושבים פה ומספרים לך שהם לא ראו עסקה, הם ראו עסקה של חנות אז היא קטנה, והם ראו עסקה כזו אז היא לא מייצגת. ולכל סיבה למה ראו עסקה ב-5% יש סיבה – זה לא השוק. אז אני רוצה להגיד לכל השמאים, זה השוק. אל תספרו לנו סיפורים ואל תספרו לנו מעשיות ואני חושב שכרגע הגענו לנקודה שיש הזדמנות מה שנקרא, כי בכל זאת היו תצפיות ברבעון האחרון לרבות עסקה שפורסמה אתמול. שוחחתי אתמול עם יוסי דורי מכלל, שאלתי אותו מה העסקה. סיפר לי את העסקה שפורסמה, שהם קנו 4 קומות במגדל הארבעה בתל אביב בתשואה של 5%, עסקה של 5%. והם כל הזמן חששו ותמיד אמרו, המוסדיים לא קונים כי אם הם יקנו הם יצטרכו להפחית עוד באותו יום. אמר לי יוסי דורי "אנחנו החלטנו לקנות במה שהשוק אומר שצריך לקנות ונגמר הסיפור וכלל קנתה אתמול עסקה ב-130 מיליון ש"ח ואין שם שום קשר, זה לא חבר שלהם, זה לא בן דוד שלהם וזו לא עסקה שמשלימה להם את המניין, הם קנו בבניין רב משתמשים 4 קומות ושילמו 130 מיליון ש"ח בתשואה של 5%. זה השוק חברים, תבינו את זה ותפנימו את זה. יש לכם הזדמנות עכשיו לכולם, להגיד מה קרה. כי איפה תהיה הבעיה, עכשיו פתאום יצטרכו לעשות שינוי מ-7% ל-5.5% או ל-6%, שינוי של 20% בשוויים של החברות, יהיה גוועלד בכל הדירקטוריונים: "מה קרה ברבעון האחרון, מה קרה? מה השתנה פתאום שאנחנו רושמים 100 מיליון, 200 מיליון, מיליארד, 2 מיליארד ש"ח רווחים. מה השתנה?" ותבוא רשות ני"ע אולי ותגיד: "רגע רגע חברים, אולי תעשו עכשיו הצגה מחדש, או תלכו אחורה. אני שוחחתי לא פעם על העניין הזה עם אנשי רשות ני"ע ואני שאלתי גם את היו"ר הנוכחית וגם קודם ניסיתי להבין, אמרתי: "חברה, שמאים אומרים X, אני כדירקטוריון אולי חושב אחרת. אני מוכן לפרסם את הדוח של השמאי ואני

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

מוכן לפרסם את מה שהדירקטוריון חושב. ניתן את כל המציאות, שהדירקטוריון חושב שזה 100 והשמאי חושב שזה 90. אמרו לי ברשות: "נחזיר לך את הדו"ח". כי הם לא מוכנים לשני מספרים. אני בטוח בדבר אחד, אילו המציאות הייתה הפוכה ובשוק כל החברות היו נסחרות ב- 40% מתחת להון, רשות ני"ע על זרועותיה השונים הייתה בוחנת ושולחת תברות ומחזירה להם את הדוחות ללא מחשבה בכלל. ואני חושב שזו שגיאה מהותית להתייחס בשמרנות. זה לא שמרנות זה דוח בעייתי ואנחנו לא מדברים על חברה אחת, אנחנו מסתכלים על כל שוק הנדל"ן בישראל. נתת פה נתונים לכל החברות ברמה של עשרות אחוזים ולכן אני חושב שכרגע נוצרה הזדמנות, גם לשמאים וגם לחברות יש תירוץ עכשיו. מה קרה הרבעון? היו 5 עסקאות, כולן בתשואה של 5%. קרה משהו, יש תצפיות, זו ההזדמנות. גם אסור לעשות את זה בחלקים. אסור להגיד "טוב אז נוריד עכשיו 0.5% ונחכה עוד חצי שנה נוריד עוד 0.5%. צריכים כמו פלסטר להוריד במכה אחת, לשים את השוויים על השוויים הנכונים ולגמור את הסיפור הזה. אנחנו צריכים לדעת שהחברות לוקחות סיכון גדול בזה שהן עושות את זה כי השוק ישתנה מתישהו ומתישהו זה ילך לכיוון השני, והחברות יצטרכו לרשום הפסדים. ולכן אני אומר, הנהלות החברות דווקא מרוצות, אנחנו כל הזמן יודעים שיש לנו קושן ויש לנו הרבה רווחים לרשום בשנים הקרובות וגם כשיגיע יום אחד כשהשינוי ישתנה אז לא נרשום הפסדים כי יש לנו קושן. אני חושב שזו גישה לא נכונה, צריך לשים את האמת. וכשזה שווה זה שווה כשזה ירד זה ירד, לא קרה שום דבר.

לגבי שאלת הדיבידנד, אני חושב שוב, מתצפית שאני עושה על כל החברות שיושבות פה מסביב, אני לא חושב שיש חברה אחת מהחברות הגדולות שמשלמות דיבידנד מרווחי שיערוך. בכולם עודפי הרווחים גבוהים יותר מכל רווחי השערוך שהיו עד היום. כך שהחברות משלמות דיבידנד מהתזרים, מהFFO. אף אחד לא ישלם את הדיבידנד מרווחי שיערוך, זה לא לעניין, לא צריך את זה גם זה לא שיקול בכלל. השיקול הוא לשים את האמת, מה האמת. נכון שהאמת היא דבר שיש עליו דעות לכאן ולכאן. יכול להיות פעם ש-5%, 10%.

צריך לזכור עוד דבר אחד, שחברה קונה בתשואה של 5% היא רושמת באותו יום שהיא קונה הפסד של כ-6-7 אחוז ממחיר הנכס כי את כל הוצאות הרכישה שזה מס רכישה ועלויות העסקה היא רושמת כהפסד. זאת אומרת שהשמאיות בדוחות שלנו זה אחרי זה. זאת אומרת שכשמסתכלים על 7% זה לא 7%, זה 7.5% אפקטיבית כי זה כבר אחרי שכל ההוצאות נרשמו. עכשיו כלל קנתה אתמול ומליסרון קנתה לפני 3 ימים ב-5 ומשהו אחוז, ואמות קנתה בתשואה כזאת. כל פעם מספרים לך "טוב, פה זה ככה". חבריה, זאת האמת. אין שום אמת אחרת ואיתה אני יכול להבטיח לכם שאני מסתכל על יושבים פה בשולחן, כל עסקה טובה שיציעו להם היום ב-5.5%, יהיו עליה 4 מתמודדים.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

אמיר ברנע

ולא יהיו מוכרים?

נתן חץ

ולא יהיו מוכרים כי הם ירצו 5%. לכן חבריה, זו האמת. ואי אפשר מהאמת הזאת להימלט. ואני חושב שנוצרה הזדמנות, בגלל שנוצרו כמה עסקאות לאחרונה. נוצרה גם סיבה ורצון באמת למה אפשר עכשיו "לתרץ" את זה, מה קרה עכשיו שעכשיו זה קורה. ראינו שמנו את זה על האמת וקדימה. פחות או יותר אמרתי את מה שהיה לי לומר ואני מקווה שלא נמצא את עצמנו בדוחות השנתיים בתשואה של מ-7% ירד ל-6.75%.

משה פרידמן

כמו שאמרת בדרך כלל חברות ציבוריות עושות את ההערכה המרכזית שלהן בסוף השנה. אנחנו עכשיו עובדים על הערכות השווי של החברות לסוף שנה, אז אני לא אדבר ספציפית, אבל בואו נחזור שנה אחורה. היינו במקום שונה לגמרי, היינו באווירה של ריביות בתהליך עליה ולא בתהליך של ירידה, אוירה שהשתנתה השנה אחרי שטראמפ גרם לירידה של שערי הריבית בארה"ב. בזמן הזה, ואני חושב שבכל השנה וחצי האחרונות, אנחנו כשמאים לא ראינו עסקאות מהותיות. אנחנו מכירים את הטענות כנגד שיעורי ההיוון לא מהיום, לא ראינו עסקאות. כל העסקאות שקרו במחצית השנייה של 2019, למרות מה שאתה אומר נתן, צריך לבחון אותן לעומק ואי אפשר להסתפק רק בכותרות שיש בדיווחים הלקונים של החברות במא"ה. אם אנחנו נרד מרמת ה"ענף" ונסתכל דווקא ספציפית על כל העסקאות, אני לא מזהה כמות שהשוק הוא 5%. אני מזהה שעבור חוזה טוב, עם שוכר יציב, ל 15-20 שנה מוכנים לשלם 5%. גם העסקה של כלל שאתה הזכרת אותה, ואני מכיר אותה, היא עסקה בה הם קנו חוזי שכירות עם רפאל ל-25 שנה, כשרפאל לקחו מעטפת, והשקיעו מיליונים בעבודות הגמר. לכן אני רואה שהם קנו פה חוזה שכירות ולא שכל שוק המשרדים הוא ברמה של 5%. כשמדובר הולכים לקניונים, ואתה דיברת על זה, ישבנו פה בפורום קודם שעסק במה יקרה לכל המסחר עקב כניסת השוק האון-ליין. אמרנו כבר אז, אנחנו לא עושים הערכות שווי לקניונים לפי הכותרות בתקשורת. אנחנו הולכים לקניונים, אנחנו בודקים נתונים בפועל, מה הפדיונות, מה העומס, מה הסיכון. זה, דרך אגב, דבר שלא התפרסם בקניון קריית אונו, כל שהתפרסם זה הודעה לקונית שהם קנו את זה ב-X, ו NOI – יש נושאים שונים שצריך לדעת איך טופלו. כמו למשל, כדוגמא, הנחות זמניות, איך מטפלים בזה? תיקח את קניון רמת אביב, שהוא מושכר ב 100%, בדו"ח ברנע שלו יש 3 מספרים של

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

NOI : NOI בפועל, NOI מתואם ו-NOI מייצג, יש הפרשים של כמה אחוזים, (159 אל מול 151). למה אנחנו מתייחסים? העסקה היחידה שיש שהיא לא לטווח ארוך היא קניון קריית אונו. קניון קריית אונו בעיני מייצג יותר 6.5% מאשר 5%, ולכן אי אפשר להגיד שכל השוק נמצא 5%-5.5%. אני מסכים שנוצר פער, ואני שומע את זה לא מעט, אבל אני עובד גם עם גופים מוסדיים שכן קונים, כמו חברת ביטוח, ואני יודע מה מציעים להם ואני יודע גם בכמה הם מוכנים לקנות. לא כולם מוכנים לקנות ב-5%.

נתן חץ

אני אומר לך שאני דיברתי איתם והם אומרים שהם לא מוכנים לקנות ב-5% כי יבוא השמאי ויגיד שזה צריך להיות 6.25%.

משה פרידמן

זה לא עובד ככה, ושנים שאני אומר, ויש פה גם כמה אנשים שגם אמרתי להם את זה גם בעבר, אל תבואו אלי ותשאלו אותי אם אפשר. אתם עושי השוק, לא אנחנו. אל תצפו שאנחנו נהיה עושי השוק, אנחנו אמורים לצלם. יש לנו אכן בעיה בשנתיים האחרונות שאין הרבה עסקאות, אף אחד מהחברות שיושבות פה לא שמה את הנכסים שלה על המדף. לא מליסרון, לא אמות ולא אף אחת. מה שקורה בשוק ההון אני לא אחראי. השאלה היא איך אני מנתח את העסקאות שאתם הצגתם, האם זה אומר שכל העסקאות הן 5%? אני עוד לא חושב ככה. אני הסקתי מזה שאיפה שיש תזרים בטוח יקנו את זה ב-5%.

שלומי שוב

משה, אתה מרגיש בנוח עם שיעורי ההיוון שמשתמשים בהם?

משה פרידמן

לא. אבל דרך אגב, אחד הדברים הראשונים שעולים מצד רו"ח המבקרים כשאין עסקאות: "מה קרה השנה?, למה אתה פתאום רוצה להוריד?", "שלא נדבר על המערכת הבנקאית שכל פעם מושכת אותנו לשיעורי היוון שמרניים. לדעתי זאת טעות ושמתחילי לשמוע מה שאמרה קלרה באילת, פעם ראשונה שאני שומע את המערכת הבנקאית אומרת לשמאים להוריד את שיעורי ההיוון. אין דרך אחרת להשוות את הפערים בין התשואות אלא על ידי הורדת שיעור ההיוון, זאת הדרך היחידה.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

אבי לוי

העסקאות שבוצעו דרך אגב, לא משקפות באמת את המצב. מכיוון שאני מניח שבעסקה של אמות, בקרית אונו, הייתה שם זכות סירוב, ברמת אביב אף אחד לא ניגש למכרז, רק מליסרון ניגשה, וגם TLV אף אחד לא הגיש הצעה, רק בן משה, כך לכאורה אם העסקה הייתה בשוק באופן חופשי, מחיר העסקה היה הרבה יותר גבוהה וזה אומר ששיעור התשואה היה יותר נמוך. אם היו מתחרים ברמת אביב, סביר להניח שמליסרון הייתה משלמת יותר.

משה פרידמן

אבל לא הגיוני לקחת מחיר ששילמת על השלמת 100% בעלות בנכס שלך ולהשליך עליו על כל החברה.

אבי לוי

אמת, המחיר הצריך יותר הרבה יותר גבוהה, הוא נקבע כך מכיוון שלא היו מתחרים. אם היו מתחרים, והעסקה הייתה חופשית בשוק, סביר להניח שמחיר היה הרבה יותר גבוהה. עכשיו, זה לא רק השמאים הבעיה, אני חושב שיש לי הרבה טענות לרשות ניירות ערך. רשות ניירות ערך הלכה ותקפה את השמאיות, והטילה אימה על השמאים, ואני ראיתי את זה גם בדוחות במליסרון על קניון בבאר שבע, איזה רשימה של שאלות וכמה פעמים היינו צריכים ללכת אליהם ולהסביר את השמאות הזאת. בתקיפה את השמאות הם בראש ובראשונה מטילים אימה על השמאים שלא להעלות את שווי הנכס, ולהיות שמרנים. אני לא רואה את זה, במקום שלכאורה, לפי עניות דעתי, ואני לא שמאי, היה צריך גם כן לרשום את הנכסים בערך יותר גבוהה. קח לדוגמא את מגדל HSBC בניו יורק, נחתם הסכם עם הבנק לטווח ארוך בתוספת משמעותית לדמי השכירות. ראה איזה פלא, מחיר הנכס כמעט ולא השתנה. לא ראיתי את רשות לניירות ערך מזדעקת ואומרת: "רבותי, היה צריך לשנות את מחיר הנכס". לא יודע מה השיקולים, אבל להערכתך, כצופה, אם הייתה נחתמת עסקה עם בנק שכזה פה בישראל לטווח ארוך, אין ספק שהיה צריך להוריד את שיעור ההיוון ולהעלות את שווי הנכס, שם זה לא קרה, ורשות לניירות ערך לא הזדעקה.

קלרה צברגל

קודם כל אני רוצה להגיד שאני מייצגת את עצמי ולא את עמדת כל הבנקים. כשאנחנו בוחנים את שיעור המימון של נכס אנחנו בוחנים מספר פרמטרים. אחד מהם הוא ודאי השווי, שנגזר מהערכות שמאי שאנחנו מקבלים, תקן 19 לפי הוראות בנק ישראל וכו'. אבל זה לא הקריטריון היחיד, הנושא של התזרים בעינינו מאוד חשוב. זה נכון שהריביות מאוד ירדו, אבל אם יבוא אליי נכס למימון

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

שבמקביל לזה שהריביות ירדו גם דמי השכירות שלו ירדו גם אם השמאי יעשה שווי, לפי הנכסים שבסביבה, ובסביבה יש נכסים שנמכרו במחירים גבוהים יותר, התזרים יוריד את שיעור המימון כלפי מטה. כלומר, זה לא רק השווי השמאי שקובע בבנקים, זה אחד הפרמטרים. לא פעם דרך אגב, אם הבנק קובע שאחוז המימון של נכס הוא כזה או אחר, כי המדיניות קובעת ככה, אבל התזרים של הנכס הוא כזה חזק שתומך באשראי יותר גבוה, אז אני אממן את העסקה הזאת כעסקה חריגה, כי יש לי תימוכין למימון הגבוה, לאו דווקא השווי של הנכס. מה שאני רוצה להגיד זה שקטונתי מלקבוע מהו שיעור ההיוון ההוגן והנכון לנכסים. אני אדבר על הגרסה ששמעתי פה וגם במקומות אחרים שהבנקים הם אלה שמטילים אימה על השמאים, ושמאי שיהיה פחות מדי שמרני יסכן את מקומו ברשימת השמאים של הבנקים. שוחחתי ארוכות עם שמאי הבנק לפני שבאתי הנה, אם שמאי יציג וינמק לא תהיה שום בעיה. אני לא מצדיקה את השמועה הזאת. אנחנו בוחנים כל מימון בהתאם לתזרים והשווי, אבל התזרים בעיני לא פחות חשוב מהשווי, ואולי יותר.

רון זרניצקי

אני רוצה להעלות עוד נקודה לדיון וזה היבטי הפורטפוליו של נכסים. אנחנו כשמאים מסתכלים על כל נכס לגופו, כל נכס כיחידה עצמאית העומדת בפני עצמה. אנחנו לא מתייחסים להיבטים של פורטפוליו של נכסים ולעוצמה של הפורטפוליו, וזה אולי מתחבר גם לדברים שאמיר אמר לגבי הדיבידנד. אנחנו לא בוחנים היבטים כלליים של רווחיות החברה באופן כללי. אנחנו מתייחסים לנכס כעומד בפני עצמו בתור נכס. נשאלת השאלה, אנחנו מדברים פה על חברות מאוד גדולות, זה גם מתחבר למה שקלרה אומרת, הבנקים יממנו גם נכסים שהם אולי קצת פחות טובים, ושהם מהוונים בשיעורי היוון נמוכים יותר ובלבד שהם חלק מפורטפוליו של חברה מנוהלת היטב ונהנית מעוד נכסים, ויודעת לשלוט בתמהילים, ויודעת לנהל את כל סל הנכסים שלה. נשאלת השאלה, איך אנחנו אמורים להתייחס לנכס הבודד, שנמדד, או לפחות אמור להימדד, מנקודת ראות שלנו, כנכס בודד ועצמאי. בהתעלם מניהול של החברה, והיציבות של החברה והעובדה שזה נכס שמתווסף לפורטפוליו שמעצים את החוזק של החברה. גם לדברים האלה יש השפעה שאולי, אני לא אומר בוודאות, זה חלק ממערך השיקולים שהחברה בתור החברה משתמשת בשיעורי היוון, אבל אנחנו מתייחסים לנכס כבודד ועצמאי.

שלומי שוב

אתה לא מדבר על הערכת השווי, אתה מדבר על הסברים אפשריים לפער. מה שאתה מדבר עליו מגיע לכ- 20%?

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

רון זרניצקי

אני לא יכול לנקוב ולדייק את המספר, אבל אני מעלה מחשבה שיכול להיות שיש כאן משהו. זה לא לגמרי 20% כי אין ספק שהשוק נמצא באיזושהי תנועה שצריך לתת עליה את הדעת ולקבל החלטות. אני מתחבר לגמרי למה שנאמר.

אורן פרנקל

אבל שלומי, למה אתה אומר 20%? חברות נדל"ן נסחרות כבר מספר שנים בפער של בין 150% ל-180% מההון העצמי. אני לא מאמין שבחברות שנסחרות ב-150% עד 180% על ההון העצמי, לא לתקופה של 3-4 חודשים, אלא מספר שנים, הסבר רציונלי יכול להיות שווי פורטפוליו לעומת שווי נכס. זה פערים עצומים, זה בכלל לא בשכונה של הטענה שלך.

אמיר ברנע

180% זה לא מדויק, מה עם המינוף? זאת לא מדידה נכונה.

אופיר שריד

צריך לשאול את השאלה באופן ההפוך. אם מחר בבוקר אני מוציא cluster של נכסים החוצה ואני מוכר אותו ב-5%, או אני מוציא נכס בודד ומוכר אותו ב-5.5%, איך נוצר הפער? זה מה שהוא רוצה לדעת.

שלומי שוב

זאת השאלה שאנחנו שואלים.

עמיר בירם

למשה ולי היו הרבה שיחות סביב העניין הזה. משה אני לא כל כך מסכים עם מה שאתה אומר. קודם כל אני רוצה להגיד שהמצב היום הוא שהשמאויות הן קובעות את התקרת זכוכית לשוק, לא יעזור. הן מורידות את השוק מלמעלה ולא נותנות לו להתרומם. זאת אומרת, השמאויות קובעות מציאות. לראייה, איפה אנחנו רואים שהתקרה הזאת נפרצה? איפה התחיל מה שנתן אמר? בעיקר אצל אותם גורמים שלא איכפת להם שמאויות, ששמאויות לא מעניינות אותם, אנשים פרטיים. מי קנה ב-5% תשואה את הנכס של מגה אור במודיעין? איש פרטי. אותו לא מעניין איך זה ירשם בספרים ואם יהיה לו הפסד או לא יהיה לו הפסד, הוא קנה. הוא הסתכל על האלטרנטיבות בשוק ובשבילו זאת תשואה טובה. לכן, אני רוצה להגיד שאם לא היה עולם IFRS, ואם לא היה עולם של שמאויות, אתם הייתם

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

רואים שהעסקאות מזנקות ורצות למעלה, כי זה המצב. עוד עסקאות כאלה שהיו למשל, איקאה, לא יודע אם אתם יודעים אבל הבעלים של איקאה קנו את איקאה בקריית אתא משיכון ובינוי בתשואה של 5%. למה? כי הבעלים של איקאה הם אנשים פרטיים, איקאה היא לא חברה שנסחרת בשוק. משה אתה אומר זה חוזה אחד, קבוע, triple net מה שנקרא. אבל גם זה לא נכון, כי גם לזה אתם לא מצליחים להגיע. יש לי דוגמא, אנחנו מקימים היום בית מלון בירושלים, השכרנו אותו לחברה באמת חזקה, עסקת triple net, אנחנו מקבלים תשואה שלא קשורה לא למצב של פדיונות ולא למצב של סיכון מלונאי, שכירות קבועה כמו עסקת נדל"ן רגילה לתקופה של 20 שנה. עשינו שמאות, התווכחתי עם השמאי, ואחרי ויכוחים הגעתי ל-6.25%. אני אומר לך שאנחנו מנהלים עכשיו עסקת משא ומתן עם 5% תשואה. אנשים אומרים לי טוב זה אחוז אחד, הם לא מבינים שזה 20% תשואה, זה כל הרווח היזמי של היזם, לא נשאר רווח יזמי אם אין את זה. בסוף, יש לכם את הפער של היותר מ-20%.

משה פרידמן

אני חושב שמה שאתה מספר עכשיו זה לא אופייני לשמאים.

עמיר בירם

עוד דוגמא אחת למשהו שהיה לפני 3 שנים ודווקא כן היה איתך. אתה אמרת לי תמיד: "תעשו עסקאות, ואנחנו נתישר", אבל זה לא נכון. אנחנו עשינו עסקאות בשנים האחרונות, ביחד עם גופים מוסדיים. הייתה עסקה לפני 3 שנים, גזית גלוב הציעה לפני 3 שנים את הפורטפוליו שלה למכירה. אז היו תשואות של 7% ומשהו, חיים כצמן אמר: "אני לא מוכר ביותר מ-6%. למה? כי אני מסתכל בעולם, וזה לא פער הגיוני מה שיש בישראל". זה לא פער הגיוני המרווח לעומת הריבית, והוא צדק. אני באתי לדבר איתך משהו, ואמרתי לך תקשיב, אנחנו עם גופים מוסדיים, זה יגרום להם הפסד, מילא אנחנו, אנחנו פרטיים, אבל הם ציבוריים והם פשוט לא יקנו אם זה יגרום להם הפסד, זאת עסקה גדולה. אתה אמרת לי: "תעשו את העסקה".

משה פרידמן

בהתחלה אמרתי לך שאני לא יכול ויום למחרת התקשרתי ואמרתי לך: "אתם שלושה גופים שרוצים לעשות עסקה, אני לא עושה שוק, תעשו ואני כמובן אקבל את זה".

עמיר בירם

משה פרידמן לא נתן את ה-COFORT לגופים המוסדיים ולכן לא בוצעה העסקה

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

שלומי שוב

יש פה פער מאוד גדול. אנחנו שומעים את הזעקה ממש מהכיוון של אנשי העסקים. יש פער בין אנשי המקצוע לבין אנשי העסקים. הפער הזה תמיד מטריד אותי כי בכל זאת אנחנו צריכים להיות שפת העסקים ולשדר את מה שאנשי העסקים אומרים.

זהבית הדר

קודם כל אנחנו מברכים על הדיון ואנחנו מודים לכם שהזמנתם אותנו, הדיון הוא חשוב. נערכה פה עבודה מאוד רצינית לקראת הדיון הזה. ראינו את החומרים, וראינו כמובן גם את ההתייחסות לעסקאות שבוצעו. הרבה מהדברים שנאמרו פה אנחנו כן רואים בהם כאיזה שהיא אינדיקציה לבסיס של דיון, אבל לא כמשהו שמבסס את השווי. בסופו של דבר, כשמבוצע שערך של נכסים, אנחנו בוודאי בודקים דבר ראשון את הביסוס על סמך עסקאות בפועל של נכסים דומים, זה מבחינתנו הקריטריון הראשון. הייתה פה התייחסות לנכסים ועסקאות שבוצעו לאחרונה, אנחנו לא מתעלמים מהם, ואם יהיו מספיק עסקאות בנפח כזה שכמובן יבססו את השווי הזה, אז כמובן שהדוחות הכספיים צריכים לשקף את השווי ההוגן כמו שאמרת. אנחנו לא חושבים אחרת, אבל אנחנו כן חושבים שצריכות להיות מספיק עסקאות כדי שיהיה ניתן לבסס את זה.

שלומי שוב

אבל אם תנאי השוק משתנים אין מספיק עסקאות שיבססו את זה.

זהבית הדר

צריך שיהיו עסקאות שיבססו.

שלומי שוב

אבל אם אין? יש פה שאלה תיאורטית.

זהבית הדר

אני לא אתייחס לכל אינדיקציה כזאת שהועלתה. יש חברות שנסחרות בדיסקאונט, השנה זה אמנם פחות המצב, אבל לא זכור לי שכשחברות שנסחרו בדיסקאונט רצו ושערכו את הנכסים כלפי מטה. היו לחברות הסברים מאוד מפורטים אלינו למה השווי של המניות לא מבסס את השווי של הנכסים. צריך מאוד להיזהר, אנחנו חושבים שצריך לקחת את הדברים מאוד מאוד בזהירות וגם לא להפעיל לחץ על השמאים חלילה ללכת בניגוד ליכולת המקצועית שלהם ולמה שהם יכולים לבסס. חשוב שזה

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

יאמר. הדיון הוא מבורך אבל שוב, הלחץ לא צריך להיות מופעל עליהם משום כיוון. הם יודעים שכשיהיה שערך, בוודאי שהוא שערך מאוד חריג, אנחנו כמו תמיד נשאל את השאלות, ונפנה את השאלות. שאלות ארוכות ומכתבים ארוכים, שאלות רבות, ואנחנו נדרוש שיהיה ביסוס של השווי הזה. זה התפקיד שלנו ואני חושבת שכל דבר אחר יהיה חוטא למה שאנחנו צריכים לעשות, זה התפקיד שלנו בשוק.

שלומי שוב

יש לי שני דברים פה שקצת מפריעים לי. אחד, זה קודם כל גם ברמה התיאורטית, שווי הוגן צריך לייצג את המחיר שהיה נקבע היום בין קונה מרצון למוכר מרצון. גם לפי ה-IFRS, כמובן שמעדיפים שיהיו תצפיות, אבל גם אם אין תצפיות ותנאי השוק משתנים, צריך לבצע עדכון. להשאיר את הערכת השווי הקודמת זה לא בהכרח הדבר הנכון. שתיים, את לא חושבת שהאמירה הזאת שלך, שלמעשה כנראה מרתיעה עכשיו את השמאים, את רואי החשבון וכו', תוביל לזה שהעיוות רק יתעצם? כמו שנתן אמר זה רק יגרום לכך שהדוחות למעשה מאבדים את הרלוונטיות שלהם כי כמו שהם לא מייצגים את התקופה של העלייה, הם גם לא ייצגו את התקופות של הירידות.

זהבית הדר

לעיוות אני התייחסתי, כפי שאמרתי, אם יהיה מקום ויהיה דרך לבסס באמצעות עסקאות שבוצעו או באמצעות דרכים אחרות. אגב, המתודולוגיה שהצגתם פה היא לא מתודולוגיה שבה השמאים משתמשים כדי לבסס שיעורי תשואה כן? העבודה הזאת שהוכנה היא מאוד מעניינת אבל היא לא משמשת ביסוס בהערכות שווי לשיעורי תשואה. בסופו של דבר מה שמאיים עושים זה שהם מסתכלים על עסקאות, על עסקאות בנכסים דומים. אם אין עסקאות, ובינתיים אני שומעת פה בשיח של הדברים על כל מיני משאים ומתנים שלא הגיעו לכדי סגירה, ואני מניחה שזה לא בגלל השמאי. בסופו של דבר, כנראה שגם 5% לא היו את הבסיס, כי בסופו של דבר העסקאות האלה לא נסגרו. ככל שיהיו מספיק עסקאות שיתמכו בשיעורי היוון יותר נמוכים ממה שאנחנו מכירים – זה יכול להוות ביסוס נאות.

שלומי שוב

ברבעון האחרון יש מספר לא מבוטל של עסקאות.

משה פרידמן

בתקופה הקרובה לא נראה הרבה עסקאות של נכסים מהותיים.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

שלומי שוב

התנאים של השוק מובילים לזה, במיוחד השוק הישראלי, שאת לא תראי הרבה עסקאות.

רענן דוד

יש עניין של שפה. אנשי שוק ההון מדברים במרווחים, מה המרווח הנדל"ני הראוי, השמאים מדברים במחירי היוון. כשריבית הבסיס זזה באגרסיביות, ואפשר לדבר על איך למדוד אותה ואיפה למדוד אותה, מתנתקים כי זאת שפה אחרת בכלל.

אורן פרנקל

אני רק רוצה להשיב לרשות ולשאול את הרשות. למיטב הבנתי הנייר שהפורום הפיץ זה לא נייר שניסה לאמוד מה cap rate הראוי לשערך את הנכסים. זה נייר שניסה להציף סימני לוואי לכך שיש ניתוק משמעותי, לאורך הרבה מאוד שנים, בין השווי שמשתקף בספרים לבין שווי שוק. כי אם חברות נסחרות לאורך תקופה ארוכה, לא חודשיים-שלושה, במכפיל של 180%, זה סימן לוואי. אני מניח שאם חברות היו נסחרות 50% מההון העצמי שלהן הייתם קוראים לכולם מיד ושואלים: "מה קורה פה?" מיד, ולא מחכים 4 או 5 שנים. אם בעולם מקובל שהמרווח בין ה- cap לבין המחיר של הכסף הוא X ובישראל הוא כמעט 3X, זה לא סביר. תל אביב עם שיעורי תפוסה נמוכים יותר מבירות מערביות אחרות, סטיית התקן היא יותר נמוכה, תל אביב למעשה הביצועים שלה טובים ועדיפים כמעט על כל בירה מערבית, אבל המרווח הוא גן עדן שלא קיים בשום מקום מערבי. אם זה קורה למשך חודשיים-שלושה זה בסדר, אבל זה קורה לאורך מספר שנים, משהו פה לא בסדר. זה מה שהנייר של הפורום ניסה להגיד, שיש פה התנתקות בין הערך בספרים לשווי השוק לאורך זמן.

דברת אולפינר

אני רוצה להתייחס לנושא משמעותי שלא עלה פה. אנחנו כל הזמן מדברים על שיעורי היוון, בסוף יש שווי שוק לנכסים. בסוף, בסוף העסקה מחלקים את השווי של הנכס שנרכש בשטח, ואנחנו מגיעים לשווי שוק. אז גם העסקה המצוינת שהייתה אתמול ב- 5%, מגיעים ל- 24 אלף ₪ למ"ר.

נתן חץ

זה מעטפת.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

דברת אולפינר

זה לא מעטפת, כי השוכר הוא זה שמשקיע את הכסף. 24 אלף ש"ח למ"ר במגדלי הארבעה בקומות העליונות, כולנו פה מסכימים שזה השווי. כמה ימים קודם, סלע קפיטל קנתה בפלטינום ב- 20 אלף ש"ח למ"ר, גם עסקה שדווחה והם לא עשו אותה ב- 5%. זאת אומרת שבואו רגע נרד לשווי שוק בכלל, לראות אם אנחנו מחוברים גם למציאות של שווי שוק ולא רק להפריח שיעורי היוון. גם העסקה של מגה אור, של ה- 5% במודיעין, אם תחלק אותה תגיע לסביבות כ- 8,000 ש"ח למ"ר, זה גם בסדר.

עמיר בירם

אז למה בספרים שלהם השמאי לא נתן לזה 5%?

דברת אולפינר

קודם כל במגה אור לא הייתה שומה בכלל לנכס כגמור. העסקה נסגרה כשהשומה הקודמת הייתה לנכס בהקמה.

עמיר בירם

עם יד הלב, הייתם נותנים לה 5%?

דברת אולפינר

עם יד על הלב, לא היינו מעריכים בשומה לפי 5%. כי לא הייתה עסקה דומה לפני, היא הייתה הראשונה ב- 5%.

אבי לוי

והיום אתם מעריכים את איקאה ב- 5%?

דברת אולפינר

איקאה מוערך לא רחוק מ- 5%. בסוף אנחנו מתחברים בכל מקום לשווי שוק. זה מה שחשוב, וזה משהו שכל פעם בורח. כולם מדברים על אחוזים ובסוף יש גם שווי שוק.

רפאל (קוני) קונפורטי

זה נכון מאוד, השווי שוק הוא מאוד חשוב. אבל אפשר לראות שלמעשה אי אפשר להצביע על בניין משרדים אחד שנמכר בתל אביב, שהוא בבעלות אחת, חדיש, אין עסקאות. אנחנו מדינה קטנה והחברות האלה מחזיקות את הנכסים האלה. מה שכן אפשר ללמוד זה שהחברות האלה מנסות לייצר

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

לעצמן את הנכסים ודרך זה ערכי הקרקע מאוד עולים. זה עוד סימן לזה שהחברות רואות שיעורי היוון יותר נמוכים. הן מוכנות לשלם יותר על קרקע.

אבי ורטהיים

אנחנו עשינו עסקה לפני שנתיים ברמת החייל, על בניין "חדש מהניילון", שעוד לא היה גמור. החיתום שלנו היה 6%, זה לא הזיז אף אחד מהנכסים שלנו, כולל אטריום שהוא נכס בשתי דרגות יותר גבוה.

רון הדסי

הערה קצרה רק למבט עולמי. כולם מדברים על מרכז תל אביב, הרבה על איקאה, וזה בסדר. אבל שימו רגע לב למה שקורה בעולם. באירופה, חלק לא קטן מחברות הנדל"ן המניב, וראינו את זה גם בעסקה של ארטיום, נסחרות עדיין מתחת להון העצמי שלהן. מעניין מאוד לראות איך השמאים באירופה, שהשוק שם נגיד לא עובד כל כך טוב עכשיו, מסתכלים על כל התמונה. חלק גדול מהנכסים של היושבים פה משוערכים והם מביאים לקראת סוף השנה גם שמאויות בחו"ל ובוחנים מה קורה במדינות השונות. זו רק נקודה לאנקדוטה, להסתכל גם מה קורה שם.

אופיר שריד

כשמסתכלים על שווי חברות ורואים שהערך שלהן גבוהה מהשווי המאזני שלהן, אנחנו מתעלמים בכלל מכל נושא המימון, שהרי מרכיב משמעותי בשווי הוא גם המימון.

אמיר ברנע

בנוסחה שלנו מנוטרל המינוף הפיננסי.

אופיר שריד

כן, ראיתי את זה. גם כשרוכשים נכסים, צריך לשים לב להבדל בין רכישת נכס כנכס בודד לבין נכס שהוא תחת חברה ורוכשים את המניות. יש פוטנציאל אחר ומשמעותי עם החברה מחזיקה בנכס וקנית את מניות החברה ולחברה לדוגמא יש הלוואה שנגמרת עוד שנה או שההלוואה נגמרת עוד 8 שנים. יש הבדלים מאוד משמעותיים בתמחור, לכן ולייחס את ההבדלים בתמחור רק ל- cap rate, זה לא נכון.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

שלומי שוב

אופיר בגלל זה אני אומר שאני חושב שגם חלק מהמטרה של הדיון היא שצריך לשפר את השקיפות ואת האיכות של המידע שנותנים על העסקאות. אתה מקבל כל מיני סוגים של מידע מאוד לקוני. חלק מהדברים שאתה מתאר רק עוד יותר מחדדים את הצורך הזה. זה דבר חשוב שצריך לעשות אותו.

דרור גז

שתי הערות קטנות ויסלחו לי חבריי, אני מהצד של היזמים, אבל שני דברים הפריעו לי פה. אחד, בהמשך לדבריו של אופיר שריד. אנשים בשוק ההון בשנים האחרונות מעריכים את שווי החברות לפי מכפילי FFO ולא דווקא לפי המכפיל על ההון. לקחת את המכפיל על ההון ולהפוך אותו מיד לשמאות למטה, זה לא דווקא הדבר הנכון. צריך לנתח ברצינות, מה מערכת השיקולים של המשקיעים ואיך מכפילי ה- FFO מושפעים מעוד פרמטרים שהם לא השווי של הנכס. בהערכת השווי נכנסים עוד שלושה דברים חשובים אחרים שאפשר לדבר עליהם במפגש אחר. הנקודה השנייה זה מה מוביל את השמאות. אנחנו קודם כל קונים תזרימי מזומנים. לקחת את העסקאות של נכסים המושכרים ל- 20 שנה למלון או דואר או איקאה ולהסיק מהם עכשיו שכל השוק עבר ל- 5% בעיני לא הוגן, לא הוגן לעצמנו, זאת לא המציאות. המציאות היא שרב הנכסים שאנחנו קונים, בישראל עוד יותר ממקומות אחרים בעולם, מושכרים בחוזים יחסית קצרים. כשאני רוכש חוזים קצרים אז אני חייב לבדוק את ה- NOI שלי בזמן ההסכם ביחס למקובל. אם הנכס באנדר-רנט אנחנו ניקח שיעור היוון נמוך ואם באובר-רנט שיעור גבוה. מסקנה - לדעתי אי אפשר לקחת כמה עסקאות ולהסיק מהן שהכל ב- 5%, הכל ב- 6%.

שלומי שוב

אגב, למה אתם נסחרים ב- 60% מעל ההון שלכן? איך אתה מסביר את הפער הזה?

דרור גז

אני מסביר את זה על ידי שני דברים. אחד, המבנה של הריט, הגענו לגודל של מסה קריטית שהוא יחסית יעיל מבחינת הזרימה של ה- NOI ל FFO. זאת אומרת אתה מביא יחסית הרבה תזרים בסוף למשקיעים והמשקיע רואה את המימון הזול שלך ואת ההנהלה והכלליות הנוחות שלך בתור שני דברים שעוזרים לו כשהוא הולך וקונה את המניה שלך. נקודה שניה יכולה להיות שבשוק ההון חסר לך חברות טובות להשקיע אז המשקיע לא שואל את עצמו מה מכפיל ההון אלא שואל מה תשואת

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

FFO של ריט 1 (7.5%). מצד שני - כמה אני יכול לקבל באג'יחים ריט 1 (0.5%)? הפער בין התזרים מהמנייה לתשואת האגח גבוה ביחס לעולם והההשקעה נכונה לדעתו. זה לא אומר שכל הנכסים שלי עכשיו שווים 5%.

נתן חץ

אף אחד לא טוען שכל השוק הוא ב- 5%, אבל השוק הוא בוודאי ובוודאי לא ב- 7%.

דרור גד

אני מסכים איתך.

איתן בר זאב

אתם מנסים להחזיק את המקל בשני הצדדים. מצד אחד אתה אומר שהחוזים שלך קצרים, מצד שני אתה אומר שכשהם יתחדשו הם יהיו הרבה יותר טובים.

אמיר ברנע

חברים, מונחת לפנינו שאלה שקשורה לדוחות 2019. השאלה היא ברורה וחדה. האם העסקאות האחרונות שנעשו ברבעון האחרון של 2019, האם היציבות של שער הריבית הנמוך שלא הכרנו בתחילת 2019, ועכשיו היא יותר חלק מהכלכלה שלנו, האם הדברים האלה יכולים, או מצדיקים, שינוי מהותי, רוויזיה, של שער ההיוון של דוחות 2019 של חברות נדל"ן מניב? זאת השאלה על הפרק.

ירון ספקטור

אין ספק שיש שינוי בשיעור ההיוון כלפי מטה. דרמטי מ- 7% ל- 5%, לא. כנראה 0.5%, 0.7%, 0.25%, תלוי בנכס עצמו. אנחנו כעקרון השמאים לא נגד השוק, ואין לנו אג'נדה רק להעריך נמוך. כשהיו דירות בפתח תקווה ב- 1,200,000 ש"ח, הערכנו ב- 1,200,000 ש"ח. עכשיו כשאותה דירה מוערכת ב- 2,400,000 ש"ח, מעריכים אותה ב- 2,400,000 ש"ח. אין לנו איזה אינטרס להעריך דווקא נמוך. אנחנו רוצים באמת "לפגוע" נכון. מרגישים את השוק לא רק לפי העסקאות, אלא גם לפי מחירי הדרישה. יש מעט מאוד נכסים שדורשים 5%. בטח שנכסים שהם לא ל- 20 שנה וכו'. הערכה של נכס מורכבת, כמו שדברת אמרה, גם משווי שוק. גם בחו"ל שיעורי ההיוון הם לא קבועים. למשל במרכז לונדון בכיכר פיקדלי, אתה תמצא נכסים גם ב- 4%-3.5%, ואם תזוז 10 ק"מ בלונדון לפרבר ימכרו לך גם ב- 6% חוזה ל- 15 שנה.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

אוהד עיני

אתחיל בהבחנה בין עבודת השמאים לעבודת השמאי הממשלתי, בפרסומים שאנו מפרסמים. בעוד השמאים מעריכים שווי של נכסים ספציפיים, אנו בשמאי הממשלתי, מפרסמים סקירת שיעורי תשואה בנכסים מניבים בתקופה חציון מוגדרת.

סקירת שיעורי התשואה, שאנו מבצעים, מהווה ממוצע כלל ארצי לכל סוגי הנכסים, לפי חלוקה לנושאים (משרדים, מסחר ותעשייה ולוגיסטיקה). הסקר משמש את כלל שמאי המקרקעין בישראל ולא רק את השמאים העוסקים בהערכות שווי לפי התקינה השמאית הבינלאומית (IFRS), לפיכך הסקר נערך לנכסים בגדלים שונים ולא רק לנכסים הגדולים, המדוברים כאן. מטרת הסקר לתת נקודת ייחוס (Benchmark) להערכות השווי, תוך כדי מתן כלים לסטייה מנקודת הייחוס.

בסקר האחרון שפרסמנו הוספנו נקודת ייחוס חדשה – סקר תשואה במשרדים שהדיוור הממשלתי שוכר בהתייחס ל 4 הערים הגדולות (ירושלים, תל אביב, חיפה ובאר שבע), שם היו לנו מספיק נתונים. מדובר בשוכר בעל איתנות פיננסית, בדרך כלל לתקופה ארוכה, לגביו מסתבר ששיעור התשואה, בערים אלה, הינו בממוצע 5.5%. נתון זה דומה יותר לנתונים עליהם מדברים כאן, המאפיינים שוכרים איתנים בערים הגדולות.

יבגני אוסטרובסקי

ברמה התיאורטית השווי ההוגן הוא ליום מסוים ולכן גם אם אין עסקאות תיאורטית הוא יכול להשתנות. כדי להמחיש, נניח שהייתה רעידת אדמה ונשרף בניין, ולא הייתה עסקה בבניין, השווי שלו כמובן עדיין ירד. יש פער בין הדוגמא הקיצונית הזאת ובין המציאות אבל זה ממחיש את העניין. כולם פה דיברו על זה שהריביות ירדו. אבל, יש לנו שוק בישראל של נדל"ן שמסתבר שיש בו עשרות אלפי עסקאות בשנה. השוק הזה הוא שוק הדיוור. הסתכלתי על עקומי הריבית, והריבית חסרת הסיכון ירדה מאוד. לסוף דצמבר, נניח, הריבית הממשלתית לטווח של עד 16 שנה היא שלילית. הריבית ירדה בכמעט אחוז השנה, ואם אנחנו משליכים ככה בפשטות, כמו שנרמז פה לגבי השוק המסחרי, על שוק הדיוור, הייתי מצפה שהתשואות ירדו מ-3% ל-2% והמחירים יעלו ב-30%. אז אולי הם עלו השנה, אבל הם לא עלו ב-30%, כנראה על כך תסכימו איתי. למה? כי פרמטרים של סיכון, של היצע, של שווי עתידי, זה לא מחר, זה לעוד הרבה שנים. בסוף יש איזה שהוא מרווח (Spread) בין הריבית חסרת הסיכון לבין התשואה של נכסים שכוללים סיכון, והשאלה, בהיעדר עסקאות, היא לא רק כיצד משתנה הריבית אלא בד בבד כיצד השתנה גם המרווח. אני חושב שכמובן אי אפשר להתעלם

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

מעסקאות שהיו, והיו עסקאות. אבל, צריך לנתח אותן הרבה יותר לעומק ומשם להסיק מסקנות. נאמרו פה כל מיני דברים על המצב המייצג של הנכסים, על זכויות הבנייה בהם, ועל נושאים כגון over-rent ו-under-rent וצריך לנתח את ההיבטים האלה לעומק, ולראות מה קרה למרווח. אבל אם יש עסקאות גדולות שמעידות, לאחר ניתוח מעמיק, שהיה שינוי, אז היה שינוי.

שלומי שוב

יבגני - כולם מסכימים פה שעסקאות גדולות מאוד של נכסים שלמים לא מתבצעות, כי אנחנו שוק ריכוזי וקטן, ויש הרבה כסף באוויר. יש פה כל מיני נסיבות שמובילות לזה שיש כאן סוג של פרדוקס שלא מתבצעות כאן עסקאות. מה קורה במצב כזה? מה האחריות של שמאי, הנהלה והדירקטוריון?

יבגני אוסטרובסקי

קודם כל אני יכול להסתכל עכשיו גם בזווית של רשות שוק ההון. 28 מילארד ש"ח של נדל"ן ישיר מוחזק על ידי המוסדיים ועוד הרבה יותר מכך שהמוסדיים משקיעים באופן עקיף דרך חברות, קרנות ריט ועוד. איכות השערוכים גם מבחינתנו חשובה. יש לכך השפעה אפילו ברמה הכספית, בגלל נושאים כגון מעברים בין קופות, פדיונות והתחשבנויות כספיות ממש. אחד הדברים שגם אנחנו נשים עליו דגש, באמצעות חטיבת ההשקעות שלנו, בתקופות הקרובות זה גם על איכות השערוך בתחומים האלה של הנדל"ן אצל המוסדיים. אני חושב שהשאלה שלך חשובה בהיבט הזה. בעיני מה שמצופה זה בסוף, וזה צוין פה גם לפני כן, לבוא ולראות את הפרטים ואת ההתעמקות. למשל, אם זה קניון אז יש את השאלות של קניונים כמו עומס, תפוסה, עסקאות, וכו'. אם זה נכס משרדי אז שאלות של מיקום והאם הנכס שופץ או לא, חוזים, תחרות וכו'.

שלומי שוב

אבל להשאיר את שיעור ההיוון סטאטי רק בגלל שאין עסקאות זה לא בהכרח הפתרון הנכון.

יבגני אוסטרובסקי

אני חושב שעסקאות הן דבר חשוב בגלל שמדובר פה על נכסים שהם לא חסרי סיכון. תנודה בריבית חסרת סיכון לא מושלכת ישירות לתנודה בתשואה שלהם, ולכן נדרש ניתוח של עסקאות. אחרי ניתוח מעמיק של עסקאות כאמור, והשוואה לעבר, אפשר לנסות להבין מה הכיוון וגודל השינוי, לאחר התאמה למאפייני הנכס. ברור שאם אתה מדבר איתי על משרד שמושכר לממשלת ישראל, בלי אפשרות ביטול, ל-400 שנה, אז אני יכול להגיד לך שאתה יכול פשוט לצטט אג"ח ממשלתי פחות או

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

יותר ואין צורך בעסקאות. אבל אם זה לא זה, ככל שמתרחקים מהדוגמא הקיצונית הזאת, אז בגלל הסיכון צריך לעשות את האיזון הנכון.

דורון גיבור

קודם כל כמה דברים, אני לא יודע אם זה ישמח את האנשים שיושבים פה, אבל דיונים כאלה אני שומע גם משמאים, אפרופו רון, שעובדים בגרמניה ובהולנד. אני שואל אותם: "חברה אתם מצטטים לי בשמאוויות שיעורי היוון והינה תסתכלו על העסקאות שאפילו אתם כותבים בשמאות שלכם". אז הם אומרים: "אין לנו מספיק עסקאות". מה שאנחנו אומרים שישראל היא שוק קטן כנראה התירוץ, או ההסבר הזה, הוא הסבר מאוד אוניברסלי ומאוד פופולרי. עוד טענה ששמעתי משמאים בישראל: "ומה יקרה אם מחר שיעור הריבית תעלה?", מה נעשה?". אם מחר שיעור הריבית חסרת הסיכון תעלה, כמו שנתן אמר, תורידו את שווי הנכס, זה בסדר. הוא צריך לשקף היום, אם היום אלה העסקאות אז אלה העסקאות.

שלומי שוב

בסוף עברנו לשווי הוגן אבל נשארנו בתכלס בקונספט של עלות.

דורון גיבור

נכון. אבל מצד שני, יש כמה דברים שאם אני מסתכל, מאפיינים של השוק בישראל, של השמאוויות בארץ מול השמאוויות בחו"ל, יש קצת הבדלים בין השמאים. בארץ אני חושב שהמרווח, או השונות, בין סוגי נכסים שונים, מיקומים, נכסים class a ונכסים class b, השונות בשיעורי ההיוון ביניהן היא יחסית מאוד מאוד נמוכה. הגרף הזה של הפערים בין שיעורי ההיוון בין נכסים הוא מאוד מאוד שטוח. יכול להיות שכחלק מהמהלך פה צריך כן להסתכל בהסתכלות יותר רחבה. אני מכיר חברות, שמנסות למכור נכסים, במחירים שמופיעים להן בשמאוויות בדוחות הכספיים, ולא נכסים המי יודע מה טובים, ולא עובד להם כל כך. זאת אומרת שיש פה כן שונות בין הנכס ה"טוב", והיו כמה עסקאות של נכסים באמת "טובים" ברבעון האחרון, לבין נכסים פחות "טובים". השמאים היום לא נותנים את הדעת לדעתי מספיק לפערים הללו.

שלומי שוב

זה חלק מהעניין, זאת נקודה מאוד חשובה.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

דורון גיבור

נקודה נוספת, כשמשווים את המרווחים בשיעורי ההיוון בארץ ובחו"ל יש עוד נקודה שצריך לקחת בחשבון. כל מיני תשובות שאני מקבל משמאים בארץ: "זה כבר גלום בתוך שיעור ההיוון". זאת אחלה תשובה, אם זה כבר גלום בתוך שיעור ההיוון לגבי דברים שבחו"ל הם לא גלומים בתוך שיעור ההיוון, זה מסביר לי למה המרווח בארץ כשאני מסתכל עליו צריך להיות קצת, לא הרבה, יותר גבוהה מחו"ל. כל מיני דברים שנעשים בחו"ל נעשים בארץ בצורה מתודולוגית אחרת. לדוגמא, כשבונים תזרים קדימה ולא מהוונים לאינסוף, שמתחשבים בשיעור תפוסה ולא מניחים שיעור תפוסה מלא אלא ששיעור תפוסה הוא 95%. בחו"ל זה נלקח בחשבון במודל התזרימי שבארץ זה בדרך כלל לא נלקח בחשבון. זאת אומרת, יש פה כל מיני דברים שצריך לקחת בחשבון, התשובה היא לא שחור או לבן בדברים האלה. אי אפשר להתעלם מהעסקאות, אבל צריך לעשות את זה בצורה בררנית פר נכס.

יוסף זרניצקי

תראה, כשאנחנו מדברים למשל על קניונים כל הזמן, בדברים האלה צריך מאוד לשים לב גם לתמהיל בקניון לדוגמא. כשאנחנו מדברים היום על כל מיני נושאים כמו אופנה שנמצאת בבעיה, והשאלה היא האם דמי השכירות שגובים מכסים באמת את כושר היכולת של הסוחר לשלם את דמי השכירות האלה ואם אתה לא גורם למצבים שהנכס שלך ילך ויתרוקן כי אנשים לא יוכלו להחזיק מעמד.

אבי לוי

בגלל זה אתה רואה ששיעור התפוסה בקניונים הוא מאוד "נמוך".

אבי ורטהיים

אנחנו בדירקטוריונים בקבוצה, לאו דווקא באלוני חץ, גם בדירקטוריונים בחו"ל וגם באחרים בארץ, נתקלים בתופעה הזאת הרבה זמן. אני רוצה להגיד שהתהליך הזה של מעבר דורות ששלומי הזכיר בהתחלה של אנחנו "הזקנים" בוגרי תורת השמרנות, שבאנו לעולם הIFRS בתור עולם חדש, אז כן זה קשה לנו לפעמים לקבל את ההזדכות על סעיף השמרנות. עוד יותר קשה לנו שבסביבה שלנו יש את השמאים שבכלל לא שמעו את זה שהתורה הזאת כבר עברה מן העולם. הנקודה היא שאני חושב שעל זה אנחנו צריכים לשים פה דגש, בגלל שאנחנו יושבים פה דיון שלם והזכיר קודם אבי לוי דוגמא אחת, אבל אני חושב שיש אלף דוגמאות כאלה, אבל הדוגמאות האלה לא עולות על השולחן. לא ראיתי אף שמאי ואף אחד ששם דוגמא שהמחיר היה צריך להיות יותר גבוהה. תמיד יש הסבר למה זה לא מייצג כי בעצם זה יותר ככה או ככה, וזה תמיד לשלילה. כי התמהיל בחנויות הולך להיות בעייתי, כי

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

בהתחלה זה קניית שליטה כי זה 50-50 ואחר כך זאת קניית מיעוט. כל הזמן מחפשים את ה"למה". בדירקטוריונים אנחנו רואים את זה כבר כמה שנים, לפחות 3 שנים. אני יכול להגיד שבדירקטוריון אמות, לא הייתה עסקה אחת על השולחן ב3 שנים האחרונות שהייתה בשלב החיתום, מה קרה בפועל בסוף זה סיפור אחר כי זה יכול לצאת יותר נמוך או יותר גבוהה, אבל בשלב החיתום הייתה מעל 6%. אני הזכרתי קודם את הנכס הזה ברמת החייל ש60% תפוסה, נכס שהבנייה שלו עוד לא נגמרה ובכל זאת החיתום שלו נעשה ב6%. אני רוצה להזכיר לכל השמאים כי כולכם, כל אלה שנמצאים פה, הם שמאים של חברות גדולות, גם במעט עסקאות שיש בשוק, יש עסקאות, ויש בערך פי שתיים עסקאות שנמצאות בקנה ובסוף לא יוצאות לפועל. הן לא יוצאות לפועל כי אולי מישהו אחר לקח את העסקה למשל אבל זה לא משנה, לכם יש את כל המידע גם אם העסקה לא יצאה לפועל, זה לא שלא היה קונה מרצון ומוכר מרצון. יכול להיות שהם לא נפגשו, יכולים להיות אלף ואחד דברים. את המידע הזה אתם לא לוקחים בחשבון. אני יכול להגיד לכם שאני דירקטור בחברת נדל"ן עשרים ומשהו שנה ומעולם לא ראיין אותי שמאי על השאלה: "אם תבוא לדירקטוריון עסקה על בניין כזה וכזה מה לדעתך הייתה התשובה הנכונה?", מעולם. אם חסר לכם עסקאות ואתם רוצים לדעת מה דעת הקונים, תראיינו את הקונים, תשאלו אותם, אתם הרי נמצאים איתם כל הזמן. קח נכס של עזריאלי תבוא לאבי מוסלר או לנתן חץ ותשאל אותם: "תגיד לי, את הנכס הזה, באיזה מחיר היית קונה?". ככה תגלו מה דעת הקונים, כי המוכרים יש לכם בעיה, ברור לכם שכל המוכרים יגידו לכם 5%, זה ברור. אני רוצה להגיד שבדירקטוריונים יש תסכול עצום, ובאמות לא עובר רבעון בלי שזה נמצא על השולחן, התסכול הזה בין מה שהשוק אומר לבין מה שנמצא בדוחות הכספיים ואני חושב שהמילה הנכונה היא לא שמרנות או אי-שמרנות, המילה הנכונה היא עיוות. הדוחות הכספיים נכון לכרגע מעוותים, ואני מציע שהשמאים יעשו קצת יותר עבודה בקביעת מהו קונה מרצון ומוכר מרצון גם כשיש פחות עסקאות, כי קונים יש ומוכרים יש.

גיא טביבאן

שתי הערות, לגבי חלק מההסברים שנאמרו. אני מסכים עם אבי. מבחינת שווי הוגן לצורך דוחות כספיים לפי IFRS 13, יש להניח רציונליות. אני יודע שבחיים יש הרבה פעמים בעסקאות אלמנטים שהם לא רציונליים. בעסקה של רכישה שבעל מניות בחברה או בעל נכס שקונה 50%, בעיני בהגדרה לא יכולה להיות טענה של פרמיית שליטה. בהנחה ואין שום זכויות עודפות ב50% האלה אל מול ה50% האחרים, אם שווי הנכס הוא 100 אז בהגדרה השווי של שני החצאים הוא 50. לדעתי לא יכולה להיות תוצאה אחרת, ואני אומר לך שאם מישהו יטען טענה אחרת אני חושב שבטח רואי החשבון המבקרים אמורים לבוא ולהגיד לו: "זו עסקה עדכנית לגבי אותו נכס. זו ראייה לשווי ההוגן".

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

אסתר גילעז-רן

אבל במציאות זה לא ככה, תסתכל על קניון TLV.

גיא טביביאן

אני דיברתי על הנושא העקרוני. בהחלט יש מקרים של הסרת תביעה ודברים כאלה. דבר נוסף, לגבי הטענה שנשמעה כאן על הפורטפוליו, צריך לזכור את ההגדרה של שווי הוגן.

שלומי שוב

הוא ניסה להסביר את הפער בין הספרים לשוק.

רון זרניצקי

מה שאמרתי זה שיש כאן נקודה לדיון שלעיתים צריך לתת את הדעת לזה שלאור העובדה שיש פורטפוליו ורוצים להשביח את הפורטפוליו, או יכולות ניהול, וזה מתחבר גם למה שקלרה אמרה, כאשר בנק שוקל מימון והוא רואה לנגד עיניו בניגוד לשמאי לא רק את הנכס הבודד אלא גם את הניהול, את החברה, את כל הנכסים, לא בהכרח את הדבר הספציפי. וכאמור בניגוד לפרוטפוליו אנו כשמאים מתייחסים לכל נכס ביחידה עצמאית העומדת בפני עצמה.

גיא טביביאן

אני מזכיר שאנחנו מדברים על הערכות שווי לצורך דוחות כספיים לפי IFRS 13 אשר קבע מה זה שווי הוגן. היה פה בפורום לפני שנתיים דיון מה זה "משתתף שוק". אני חושב שבעקרון במצב שבו אם הנכס היה מוצע למכירה, נגיד במכרז, ויש לי מספיק משתתפי שוק, זאת אומרת יותר מאחד, שכן עושה את שיקולי הפורטפוליו האלה, אלה לא מאפייניים ספציפיים כמו פטור ממס למשקיע ספציפי, או שיש לו שיקולים של פטור ממס רכישה שלכל האחרים יש חבות במס רכישה. אם יש יותר ממשקיע אחד שעושה את שיקולי הפורטפוליו האלה, ואצלו זה משלים לו את הפורטפוליו, זה השווי ההוגן של הנכס. לכן, אני חושב שאם השמאים באים ואומרים: "אנחנו מסתכלים על השווי כנכס בודד בהתעלם מהפורטפוליו" ומצד שני אם אני אוציא את הנכס למכירה ובגלל שיהיו מספיק קונים שכן יעשו שיקולים של פורטפוליו, אז זה השווי ההוגן, זו ההגדרה בתקן. כמו שחלק מהמשתתפים אמרו, וכמו שדורון ציין, אני מסכים עם האמירה שצריך לבדוק כל עסקה פרטנית. באופן כללי, אנחנו מוצאים את עצמנו בוחנים לפעמים נכס ספציפי שהייתה לגביו שמאות, ויש עסקה בשווי יותר גבוה. נראה שבחלק מהמקרים השוויים בשמאיות נמוכים מדי ביחס לעסקאות האחרונות. אנחנו מוצאים את

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

עצמנו כרואי חשבון ביותר ויותר מצבים שבהם יש לך שמאות, ואפילו שהתחיל משא ומתן, ואבי דיבר על הנושא של עסקאות שלא הושלמו, יש חשש שאם העסקה לא תצא, אולי כי המוכר החליט בסוף שהוא יכול לקבל מחיר יותר טוב, אז בסוף יבואו ויגידו לך רגע למה שערכת לשוויים האלה. באופן כללי, בתקופה האחרונה כשיש עסקאות על נכסים, ניתן לראות שברוב המקרים העסקאות בוצעו במחירים גבוהים יותר מהשמאוויות העדכניות על אותם נכסים. לכן התחושה הכללית היא שאמור להיות איזה שהוא עדכון. לא חושב שמ7% ל5%, אבל אמור להיות איזה שהוא עדכון בשוויים בדוחות 2018.

ירון אשל

אין ספק שאנחנו נמצאים בצומת של שינוי בנכסים. אני חושב שצריך להדגיש את השינוי בנכסים בגלל לוקיישן, בגלל התחרות, בגלל אופי הנכס, ולא דווקא בגלל עסקה כזאת או אחרת שנעשתה ברדיוס של שני קילומטר כי כמו שנאמר פה במרחק של שני קילומטר יכולים להיות הבדלים משמעותיים בתשואות. השמאוויות כן מרחפות מעל העסקאות, במיוחד של מוסדיים שאנחנו פונים אליהם, וגם אצלנו. בסוף אם אתה בא ואתה הולך לעסקה ואתה עושה חשבון שחוץ מאשר ה6%-7% שאתה מוכר ביום העסקה אתה נאלץ אחרי זה לעשות התאמה כי אתה חושב שקנית במחיר הראוי והשמאי אומר לך אחרת, זאת בעיה. זאת בעיה שבאמת יכולה לגלוש לחוסר כדאיות או חוסר רצון לעשות עסקה. דבר אחרון, לגבי מה שדרור אמר פה, נושא של תזרים המזומנים. אני חייב להגיד שברמת הקניונים היום, בדיקת תזרים המזומנים זה לא, לפחות אצלנו, העיקר. למעשה אנחנו בודקים את הנדל"ן, כי תזרים מזומנים למדנו שחברות עוגן של היום מחר לא רלוונטיות, ולכן אנחנו כשאנחנו מסתכלים אנחנו קונים נדל"ן, תזרים מזומנים הוא נחמד לתקופת הביטחונות של ההסכם.

יניב פגוט

אין כלכלה אחת לנדל"ן וכלכלה אחת לכל העולם האחר בכל האמור בשערך לצורך ביטוי שווי הוגן. בתחום הנדל"ן המניב המציאות מלמדת כי ישנה פה מחלה שקוראים לה שמרנות-יתר, שמתביישים בה על השולחן הזה ולפיכך מתעקשים להסביר את מקדמי ההיוון הנוכחיים כמשקפים בעוד ברור שזה לא המצב. אם ניקח את העולם של חברות הביטוח למשל הרי ההתייחסות לריביות שוק שונה ב-180 מעלות. ההתחייבויות של חברות הביטוח מהוונות במקדמי היוון המשקפים את עקום התשואות הנוכחי ומייצרים כרית של הון נוספת כאשר יש תזווה במחירי השוק מטעמי שמרנות ואולם כאשר מדובר בצד הנכסים בענף הנדל"ן אזי קריסת תשואות החוב בעקום הממשלתי אינה מקבלת ביטוי מספק מתוך הנחה סמויה כי מדובר במציאות זמנית אשר עתידה להתהפך במהרה. כשזה קורה בנדל"ן משמרים את הכריות בטחון על כריות ביטחון וכך מחמיצים את השווי ההוגן

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

בדוח הכספי. הציבור הרחב שאמור להישען על דוחות כספיים מקבל תמונה מעוותת של המצב הכלכלי של חברות הנדל"ן המניב ולא מסוגל לקבל על בסיסם החלטות השקעה. רשות ניירות ערך צריכה לדאוג כי מקדם השמרנות האמור ימוזער בדיוק כפי שהייתה פועלת כאשר נכס נתפש כמנופח כלכלית. יש פה ציבור שבסופו של דבר נפגע מהסיטואציה הזאת, הוא לא יודע לקבל החלטות, ולפיכך מותירים את זירת ההשקעות בבורסה למשקיעים המתוחכמים בלבד ברור שיש פה שמרנות יתר, שכולם מתביישים בה, צריך לעשות את עדכון מקדמי ההיוון כלפי מטה כך שיבטאו את השווי ההוגן כבר בדוחות 2019 ולא לפעול בשיטת הסאלמי המגחיכה את השווי ההוגן. המשקיעים המתוחכמים בבורסה כבר סוחרים במחירי המניות הרלוונטיות על בסיס מקדמי היוון נמוכים הרבה יותר וכך גם מבטאות העסקאות האחרונות בענף.

איתן בר זאב

המצב שנוצר הוא מצב נוח. הוא נוח מהסיבות שדיברתם עליהם קודם, שאתה עם buffer. אני לא אוהב שמשערכים ביתר כי אני אומר OK, בעוד ככה וככה שנים הריבית תעלה ואז אני אצטרך להתחיל למחוק. אני מעדיף שהקו שלי יהיה ישר, זה נוח לי, אני אומר לכם את זה בגלוי. זהבית אמרה קודם על זה שלא משערכים כלפי מטה, אני לא יודע מאיפה זה בא. אנחנו שערכנו בשנה וחצי האחרונות, כמעט שנתיים, סדר גודל של בערך 80 מיליון דולר כלפי מטה. אז כן שערכנו כלפי מטה ובהחלט צריך לשערך כלפי מטה כשהשוק אומר לך שהשווי שלך בספרים הוא לא בסדר. אבל אין ספק שכרגע, בנקודת זמן הזאת, נוצר פער.

אמיר ברנע

זה מפריע לך בניהול העסק, הפער?

איתן בר זאב

לי זה לא מפריע בניהול העסק. אבל מפריע לי, קח למשל מרכז קניות כמו אילת שיושב היום בעומס של פחות מ-6%, החבר שיושב לידי הוא המשערך של המרכז הזה. אני אשאל את כל החברים האחרים פה שמחזיקים נכסים - כמה הם מוכנים לשלם בשביל המרכז הזה, זה יהיה הרבה הרבה יותר אגרסיבי ממה שייתן, הרבה יותר. אז יש פער, אין מה לעשות, אם אתם רוצים לחפש את האמת את הנקודה המדויקת של מה הערך היום, שזה מה שאתה אומר שצריך לקבוע לפי החשבונאות.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

ואדים פורטנוי

בהקשר של הערכות שווי, הן משיקות לשמאות נדל"ן בשיטות העבודה. בסופו של דבר התוצאה היא שווי של נכס. במקרה שלנו, של הערכת שווי של חברות או עסקים, לא יכולה להישמע טענה של: "אין עסקאות", זאת טענה שהיא בכלל בלתי נתפסת. אני לא יכול לבוא ולהגיד שאני לא יכול להעריך חברה כי חברה דומה לא נמכרה. קחו לדוגמה את בנק איגוד למשל. כמה שנים לא הייתה עסקה כזאת? איך מעריכים? יש בטח PPA בדרך. מה שאני מנסה לומר שלפחות בהסתכלות מהצד, הטענה שלא ניתן לקבוע שווי לנכס כי אין עסקאות בשוק, זאת טענה מאוד מוזרה. מעבר לזה, יש גם איזה שהוא קושי בשמאות, והייתי מעורב בכמה עסקאות של חברות נדל"ן מניב בשנים האחרונות, למשל איירפורט סיטי וביטוח ישיר השקעות פיננסיות, השוק מאותת שהשמאויות כנראה שמרניות במידה מסוימת. עם זאת, התמונה אינה אחידה. אני חייב לומר ש-א. חברות שונות מטפלות שונה בנכסים. יש כאלה שיותר שמרניות ופחות שמרניות, יש חברות שיותר קרובות לשווי ופחות קרובות לשווי. עוד נקודה אחת בהקשר הזה, אני חייב לומר שהקושי של השמאים, זה שיש איזה שהיא אחידות בשוק. בשונה נגיד מהערכות שווי ששם אנחנו יכולים לראות 3 הערכות שווי שונות לחברה לאותו מועד, נגיד IDB היו 3 הערכות שווי שונות וכל אחד ייצגה או אג'נדה שונה או תפיסת עולם שונה, וזה לא הפריע לאף אחד. בשמאות יש כנראה איזה שהיא אחדות דעים בשנים האחרונות שמקבעת את המצב, ויש חשש שמישהו יעשה את הצעד הראשון להפחתת שיעור ההיוון.

ירון ספקטור

לעניין העסקאות - כולנו כבר קיבלנו את זה כאקסיומה שאין עסקאות. זה לא נכון, יש הרבה עסקאות בשוק. נכון שיש פחות עסקאות בנכסים גדולים או שלמים, אבל יש הרבה עסקאות ומרגישים את השוק. יש הרבה עסקאות של 10 מיליון, 20 מיליון ו-30 מיליון, כל הזמן יש עסקאות. אז השוק הוא גדול, ומותר לעשות התאמה. אז מה שנשאר לעשות זה בסך הכל לראות מגמה. אם בכל העסקאות ישנה מגמה של ירידה והעסקאות האחרונות שעכשיו הגיעו תומכות במגמה של ירידת שיעור ההיוון. אנחנו חולקים קצת וקופצים "זה 5% או לא 5%" כי לא ראינו בשוק 5%. אז מסבירים את זה כשליטה, כחווה ל-20 שנה, כמעטפת וכו'.

אמיר ברנע

ומה המסקנה?

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

ירון ספקטור

אמרתי, שיעורי ההיוון ירדו, כולם מסכימים על זה. השאלה היא בכמה, הם לא ירדו ל- 5%.

פנינה אלה

אנחנו כמו שדיבר ירון רואים הרבה מאוד עסקאות, עסקאות שדובר בהן עכשיו זה באמת העסקאות הגדולות של החברות הציבוריות אבל אנחנו רואים את העסקאות הקטנות והבינוניות ושם שיעורי ההיוון הם לא כאלה נמוכים. דבר נוסף, אני מקבלת את הגישה שהבנק לא צריך להיות שמרן באופן כללי, אנחנו כן היינו רוצים לתת את האשראי בהתאם לשווי האמיתי של הנכס, בעניין הזה אני מסכימה גם עם קלרה.

שלומי שוב

מבחינתך עסקאות לא נתקעות בגלל שיעורי היוון גבוהים מדי?

פנינה אלה

לא. אני לא מתעלמת ממה שקורה פה, בהחלט יש מקום לבחון את הסוגיה אבל הפערים הם לא מאוד גדולים כמו שהוצג פה בדיון. צריך להמשיך ולראות העסקאות, לראות עסקאות קטנות, לראות עסקאות גדולות.

יאיר שלהבי¹

ההסבר שהשמאים נותנים לפער בין מחירי ההון שלהם לבין הערכת השוק (המתבטאת בשווי השוק של החברות) מוסבר לדעתם בפרמיית היזמות שהציבור משלם ברכישת מניות החברה מעבר לשווי הנכסי. זה לטעמי לא הסבר מספק.

א. חלק משמעותי מהחברות אינן יזמיות. אלא אולי יודעות לתפעל נכון את הנדל"ן המניב שלהן.

ב. הפער גדול מדי ביחס לפרמיית ייזום.

ג. עסקאות שעולות על השולחן לרכישה או למכירה משקפות בפועל מחירי הון נמוכים משמעותית ממחירי ההון של השמאים

¹ הסיכום התווסף לאחר הדיון

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

אנחנו ממש חשים עיוות משמעותי בהערכת שווי הנכסים. ועסקת מכירה שבצענו לאחרונה במגה אור רק מצביעה על כך.

אמיר ברנע

אני מתרשם שמוסכם כי 2019 הייתה שנה חריגה בה מצדיקים הנתונים ששערי ההיוון יופחתו במסגרת שהיתווה ירון. המספרים מלמדים, כי אם שווי השוק הוא אינדיקטור שער ההיוון ירד מ-7% ל-6% בסדרי גודל. השאלה היא אם נכון להישען על מחירי שוק, של עסקאות מניות כאשר יש שאלות מיסוי שלא דיברנו עליהן בכלל למשל האם כשאתה קונה מניות המיסוי הוא אותו המיסוי כמו שאתה קונה נכס או מוכר נכס, האם זה משפיע? זאת אומרת כמובן שאנחנו משאירים לשמאים את העבודה המקצועית הזאת, אבל לפחות הבנתי מרוח הדברים כאן, כי כולם מרגישים שהיצמדות לשערי היוון של 7% היא לא מעודכנת לינואר 2020.

שלומי שוב

אני רק רוצה ברשותכם להשלים את הסיכום. אנחנו רואים פה את הפער בין אנשי העסקים לבין האנשים שבאים מהצד המקצועי. לא מקנא בכלל בשמאים בתקופה הקרובה, יש להם עול לא פשוט על כתפיים. גם הרגולטורים פה לא מקלים עם הנושא והם נמצאים איפשהו בתווך. אני רוצה לציין שני דברים. אחד, שמענו פה משהו שהוא מאוד מדאיג מהצד של המנהלים, שלמעשה נוצרה פה כרית ביטחון, buffer, ואתם יודעים זה מזכיר לנו כחשבונאים עולמות בעייתיים של ניהול רווחים ודברים שאנחנו אפילו לא רוצים לדבר עליהם יותר מדי סביב השולחן הזה. אלו תופעות לוואי מאוד מסוכנות שלא צריך להגיע אליהן. כמו כן, הדיון היום הזכיר לי משהו שהוא מאוד מדאיג אותי: אנחנו כבר 12 שנה מאז המעבר ל-IFRS אבל אנחנו באופיינו נשארנו בתפיסות של פעם שאמנם עברנו מעלות לשווי הוגן אבל למעשה אנחנו מקבעים את השווי הוגן כעלות, וזה מצב לא נכון. אתם יודעים שבשווי הוגן יש לנו היררכיה: level 1, level 2, level 3, והנדל"ן המניב מקוטלג לפי הדוחות הכספיים של החברות ב-level 3. level 3 אגב ואדים, זה בדיוק ה-level שאתה נמצא בו כמעריך שווי. גם ב-level 3, נעדיף להיות כמה שיותר בנתוני שוק אבל עדיין כששיקול הדעת הוא מרכיב מרכזי, כשיש הרבה התאמות שצריך לבצע נראה לכם סביר לא להתחשב למשל בירידת הריבית? אני גם מסכים עם מה שרן אמר כמובן, שההסתכלות צריכה להיות פר נכס, וזה אגב חלק מהבעיות של מאפייני עלות. מה הבעיות של מאפייני עלות? שמכניסים את כולם לאותו סל וזאת בעיה חמורה. כשאתה רלוונטי יותר אתה גם יוצר את השוני בין נכסים שונים. אין ספק שיהיה מעניין לראות בחודש מרץ את הדוחות הכספיים הקרובים. תודה רבה.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

על הפורום:

מטרת "פורום שווי הוגן" (Fair Value Forum (FVF), הפועל במסגרת התכנית בחשבונאות של בית ספר אריסון למנהל עסקים במרכז הבינתחומי הרצליה, היא לתרום לאיכות המידע בשוק ההון, ולייצר שיח מקצועי פורה בנושא. הפורום שמקיים מפגש חודשי, משמש קבוצת חשיבה שמייצרת דיוני עומק בסוגיות שנמצאות על סדר היום ומשמש פלטפורמה לשיתוף ידע, זיהוי בעיות, תהליכים ומגמות וכ- Best Practices למדווחים, לרואי החשבון ולמשקיעים.

הפורום, בייסודם של פרופ' אמיר ברנע, הדיקן המייסד של בית ספר אריסון למנהל עסקים, ורו"ח שלומי שוב, ראש תכנית חשבונאות וסגן דיקן, בית ספר אריסון למנהל עסקים, כולל מומחים מובילים מהאקדמיה ומהפרקטיקה בתחומי החשבונאות הפיננסית, הכלכלה והמימון וכן משתתפים בו נציגים של מדווחים, אנליסטים וגופי הרגולציה הפיננסית בישראל וחיבור בין תחומי הידע השונים.

סיכומי הדיונים שמתפרסמים לציבור הרחב מבוצעים על ידי הצוות המקצועי של הפורום המורכב מבוגרים מצטיינים של התכנית בחשבונאות.

אתר הפורום: www.fvf.org.il