

חומר רקע למפגש דצמבר

השלכות המלחמה על הערכות שווי בדוחות 2023 לאור תחזיות המאקרו והשינויים בשוק הסחיר

רקע

במפגש הקרוב נדון בהשלכות על הערכות השווי הצפויות בדוחות הכספיים, וזאת לאור תחזיות המאקרו כלכליות בעקבות המלחמה והתשואות השליליות והתנודתיות הרבה שאפיינו את שוק ההון הסחיר המקומי מאז פרוץ המלחמה. בהקשר זה, הערכות השווי כוללות הן השקעה במניות לא סחירות שמשוערכת לשווי הוגן, הן שמאויית של נדל"ן מניב והן הערכות שווי שישמשו לבדיקת ירידת ערך של נכסים כמו רכוש קבוע ומוניטין בדוחות הכספיים לשנת 2023, לרבות בנוגע למלאי קרקעות וכן לנכסי חוב (הפרשה להפסדי אשראי חזויים).

חשוב להדגיש כי הערכות שווי אלה ידרשו להביא בחשבון את אירוע המלחמה, להבדיל מהערכות שנכללו בדוחות לרבעון השלישי של 2023 (למרות שפורסמו לאחר תחילת המלחמה). כמו כן, סביר להניח כי במקרים רבים, המלחמה יכולה להיחשב בגדר טריגר בפני עצמו לבדיקת ירידת ערך בדוחות השנתיים הקרובים, אם כי הבדיקה השנתית השגרתית לירידת ערך מוניטין מתבצעת על פי רוב בין כה וכה במועד זה.

בהקשר זה, לשם המחשה, מצ"ב קטע מתוך הדוחות הכספיים לרבעון השלישי של חברת נכסים ובניין שפורסמו בסוף חודש נובמבר 2023 הנוגע להפסד מירידת ערך חלקית של המוניטין בחברת הבת גב ים (הטריגר לבדיקה היה החלטת גב ים במהלך הרבעון השלישי של 2023 לדחות את מועדם של תחילת חלק מהפרויקטים בתכנון לתקופות של בין שנה ל-3 שנים. יש להזכיר כי ההתייחסות החשבונאית כאמור למלחמה היא כאירוע לא מחייב התאמה):

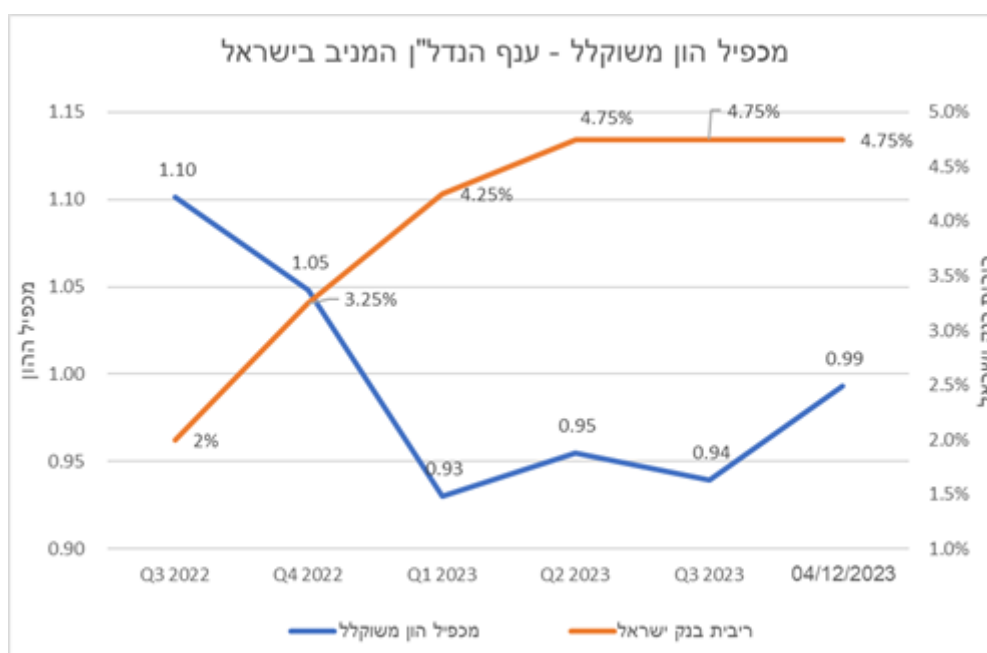
"פרוץ מלחמת חרבות ברזל, כאמור בבאור 1.1. לעיל, לאחר תאריך הדוח על המצב הכספי, עלולה להגביר משמעותית את הסיכון לפגיעה באינדיקטורים המקרו-כלכליים בישראל ואת התנודתיות בשוק ההון. נכון לסמוך למועד פרסום הדוח, ניכרת עליה בשיעור הריבית חסרת הסיכון הריאלית ובשיעור התשואה על החוב הפיננסי. ככל שמגמת זו תמשך עד סוף הרבעון הרביעי של שנת 2023, הדבר עשוי להוביל בין היתר, לעליה בשיעור ההיוון המשוקלל, אשר עשוי להביא להפחתה נוספת בשווי נכסי גב-ים.

החברה תמשיך לעקוב, בתקופות עוקבות, אחר השווי ההוגן של ההשקעה כדי לקבוע האם אירועים ושינויים בנסיבות כגון: הרעה בענף או בתוצאות הפעילות, ירידה מתמשכת במחיר המניה, שינויים באסטרטגיית העסקית של ההנהלה או התאמות כלפי מטה לתחזיות תזרימי המזומנים, מצדיקות בחינה לירידת ערך של המוניטין בתקופות עתידיות."

בנוסף לאי הוודאות הרבה השוררת בשוק המקומי, ראוי לציין גם כי עליות הריבית המתמשכות ברחבי העולם העלו את החשש בקרב כלכלנים רבים להתמתנות בקצב הצמיחה בכלכלה, ובמצב פסימי יותר אף כניסה למצב של מיתון. כמובן, שקיימת מחלוקת בקרב הכלכלנים לתזמון ולעוצמה שבה הכלכלה העולמית תחווה את ההתמתנות בקצב הצמיחה. ככל שהשפעה על השווקים הריאליים תהיה חזקה יותר, כך ההסתברות לתנודתיות ולירידות בשווקים הפיננסיים תגדל.

במפגש נעסוק בתחזיות המאקרו הכלכליות בעקבות תרחישי המלחמה השונים לאור האמור לעיל וכן נדון בהשפעת התנודתיות בשווקים הסחירים על הערכות השווי של הנכסים הלא סחירים בדוחות הכספיים.

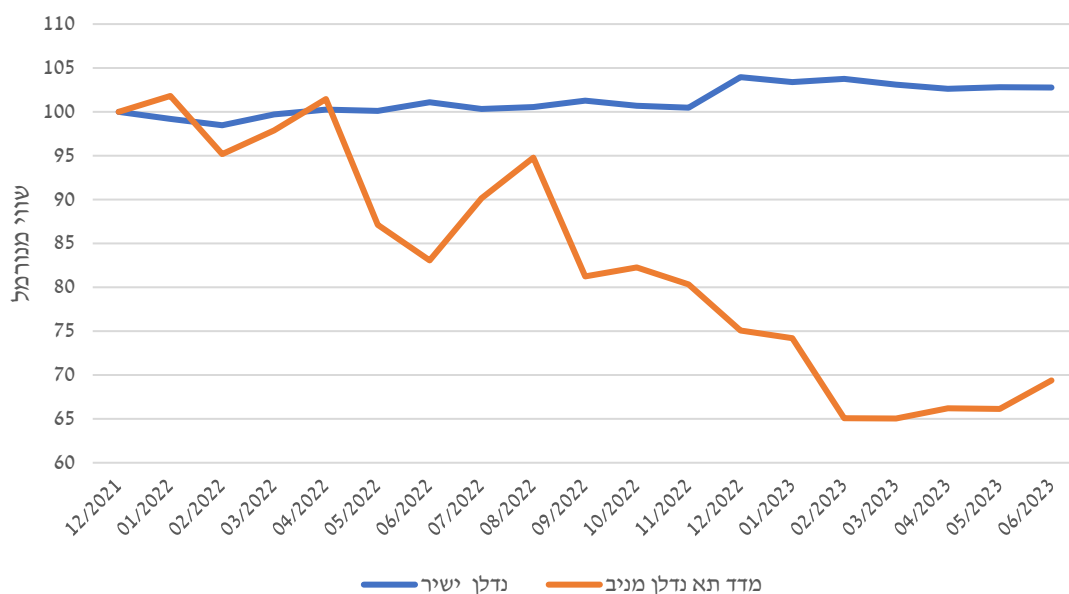
הנתונים מלמדים על ירידה במכפיל ההון של חברות הנדל"ן המניב בעקבות עליית הריבית בשנתיים האחרונות, שהמשמעות של כך היא לכאורה שבשונה ממחירי השוק של המניות, הערכות השווי לא התאימו את עצמן, לפחות לא באופן מלא, לשינויים בשיעור הריבית כמו כן, מכפיל ההון הממוצע של חברות הנדל"ן המניב בישראל כיום הוא כ- 1 וזה ללא נטרול של התחייבות המיסים הנדחים. נטרול כאמור צפוי להוביל למכפיל נמוך יותר.



בנוסף, נעסוק בדיון בשערוך הנכסים הלא סחירים המוחזקים על ידי הגופים המוסדיים המנהלים את כספי חיסכון ארוך הטווח של הציבור בישראל/ראו נספח שנכתב על ידי רוי"ח גיא לקן). עדות נוספת לפערים הקיימים בשווי השוק הסחיר לשווי בספרים של הנכסים האלטרנטיביים ניתן למצוא בנכסי הנדל"ן המניב המוחזקים על ידי הגופים המוסדיים. היינו מצפים למצוא מתאם מסוים בין מדד הייחוס המתאים, במקרה הזה מדד ת"א נדל"ן מניב לבין השווי האגרטיבי של נכסי הנדל"ן המניב

המוחזקים ע"י הגופים המוסדיים, השווי השנתי שלהם מתקבל על ידי הערכות שווי שנתיות המסופקות על ידי השמאים. האיור מציג השוואה בין השווי האגרטיבי המנורמל של נכסי הנדל"ן המניב המוחזקים על ידי חמשת הגופים המוסדיים הגדולים (המדגם זהה על פני כל תקופת המדידה, לכן מימושים ורכישות לא רלוונטיים לצורך החישוב), לבין השווי המנורמל של מדד ת"א נדל"ן מניב. התקופה המדוברת התאפיינה בעלייה משמעותית בריבית חסרת הסיכון, ובירידה משמעותית של כ- 30% בשווי השוק של המדד הסחיר, אך כפי שניתן לראות, שווי הנכסים המוחזקים על ידי הגופים המוסדיים נותרו יציבים.

שווי השוק של מדד ת"א נדל"ן מניב בהשוואה לשווי בספרים של נכסי הנדל"ן המוחזקים על ידי הגופים המוסדיים



לאור העובדה כי לא פורסמו עדיין שיערוכי נכסי הנדל"ן המוחזקים ע"י הגופים המוסדיים לסוף הרבעון השלישי של שנת 2023, לא הייתה לנו אפשרות להשוות בין השוויים הללו לשווי של השוק הסחיר. אך, כאשר בוחנים את תשואות מדד ת"א נדל"ן מניב ברבעון השלישי של שנת 2023 מגלים כי הוא התאפיין בתשואה שלילית של כ- 2%. לאור העובדה שהגופים המוסדיים נדרשים לשערך נכסי נדל"ן רק פעם בשנה (בשונה מנכסים אלטרנטיביים אחרים, כגון, קרנות השקעה פרטיות) לא צפוי כי יחולו שינויים משמעותיים בשווי הנכסים הללו גם בסוף הרבעון השלישי של שנת 2023, שיביאו להתכנסות השוויים של נכסי הנדל"ן הלא סחירים עם השוק הסחיר.

האם נדרשת רגולציה על קרנות ההשקעה הפרטיות?

בחודש אוגוסט האחרון רשות ניירות ערך בארה"ב (SEC) החילה שורת הוראות הנוגעות לפעילותן של קרנות ההשקעה הפרטיות, ההוראות עוסקות בעיקר באלמנטים של שקיפות, שליטה, סטנדרטיזציה ומניעה של ניגודי עניינים. בין היתר, ההוראות כוללות דרישה לדיווח רבעוני הכולל את סך דמי הניהול של הקרן, הוצאות וביצועים, וכן את אופן החישוב המפורט. כמו כן, מנהלי קרנות שיבחרו לפעול בשוק המשני יהיו מחויבים לעשות שימוש בהערכת שווי של גורם חיצוני בלתי תלוי. בנוסף, הקרנות יחויבו לבצע ולפרסם ביקורת שנתית על דוחותיהם. ההוראות עשויות לסייע בהשגת סטנדרטיזציה בשערוך השווי ההוגן של הקרנות הפרטיות, וככל הנראה תביא להגדלת המתאם בין שווי הקרנות לבין המצב המאקרו הכלכלי ובין השווי בשוק הסחיר. במשך שנים רבות ה-SEC נמנע מלהטיל רגולציה על שוק הקרנות הפרטיות, וזאת בעיקר בגלל העובדה שהשוק פונה אך ורק למשקיעים כשירים, האם נכון להתערב בשוק בצורה כל כך משמעותית? האם הדבר עשוי לפגום במידת הגמישות המאפיינת את התעשייה, ודה פאקטו לפגוע בהמשך התפתחותה ובתרומתה לכלכלה?

נושאים לדיון

1. השפעת תחזיות המאקרו על הערכות שווי ליום 31.12.23.
2. האם יש צורך לעבוד עם תרחישים? (משך המלחמה, האם תפתח מלחמה בצפון וכד'). יש להזכיר כי בפרסום של רשות ניירות ערך לגבי הקורונה הייתה התייחסות לכך שבתקופה של אי ודאות נכון לעבוד בתרחישים (יש לכך התייחסות גם בתקנים). לשם המחשה - מה למשל חברות בתחום התיירות אמורות לקחת בחשבון בהערכות השווי שלהן? כיצד יש לקבוע את ההסתברות לתרחישים לצורך קביעת השווי?
3. בהמשך לאמור לעיל, האם וכיצד יש להביא בחשבון את השפעות אי הודאות במסגרת פרמית הסיכון? בהקשר זה יש לשים לב, שתשואת אג"ח ממשלתי ישראלי שנסחר בארץ ובחוו"ל כוללת סיכון מדינתי ועליו יש לקבוע פרמיה ענפית וספציפית.
4. כיצד יש להתייחס למענקים צפויים בהערכות השווי? יש לשים לב בהקשר הזה לדרישה ב-IFRS לביטחון סביר לצורך ההכרה במענק בדוחות לעומת הערכת שווי שאמורה להיות כלכלית.
5. האם אפשר להתבסס על שווי הבורסה של חברות הזנק כנתוני השוואה לצורך הערכת שווי של חברות פרוטפוליו למיניהן?
6. עד כמה עסקאות נדל"ן ועסקאות באופן כללי בתקופה זו שמתבצעות בהפסד משקפות שווי הוגן? (כמו למשל, מכירה בלחץ של קרקעות על ידי קבלנים יזמים תחת לחץ של בנקים ונושים אחרים).

7. האם אמור להיות קשר בין עליה בתשואה לפדיון של אג"ח סחיר לבין שמאות נדל"ן?
8. הפער בין הסחיר ללא סחיר בראי הגופים המוסדיים - האם תדירות השערוך הנמוכה של נכסי ההון האלטרנטיביים עשויה להשפיע על תפיסת הסיכון הגלומה בהשקעות בנכסים הללו? האם יש להגביל ניווד של חוסכים במסלולי השקעה המתאפיינים בריבוי נכסים לא סחירים בתקופות של תנודתיות גבוהה בשווקים?
9. האם פתרון הבעיה המתוארת מצוי ב"אינדקסיזציה" של הנכסים הלא סחירים? כלומר, הצמדת השווי היומי שלהם לשווי של מדדי ייחוס סחירים מתאימים (תוך הנחת ערך ביטא מסוים)?
10. האם יש להחיל הוראות רגולטוריות על הדיווחים של קרנות ההשקעה הפרטיות בדומה להוראות ה-SEC?