



רשות ניירות ערך

דוח ריכוז ממצאים בקשר עם הערכות שווי נדל"ן
והערכות שווי פעילות

שלום לכולם,

ביום 21 ביוני 2022 פרסמה רשות ניירות ערך דוח ריכוז ממצאים בקשר עם הערכות שווי נדל"ן והערכות שווי פעילות וזאת לשם שיפור וטיוב השיטות המיושמות והגילוי שניתן במסגרת הערכות השווי.

דוח ריכוז ממצאים זה מפרט את הממצאים העיקריים שעלו במסגרת בדיקת הערכות השווי וזאת במטרה לשקף בפני תאגידים מדווחים ומשתתפי שוק נוספים את עמדות סגל הרשות בכל הנוגע לממצאים אלה.

להן עיקרי הממצאים:

א. שימוש בגישת ההשוואה מקום בו לא ניתן לזהות/ לאתר עסקאות בנכסים דומים

לעמדת סגל הרשות, ככלל, במקום בו שימוש בשיטת ההשוואה מצריך התאמות מהותיות מאד, לא יהיה זה מן הראוי להשתמש בגישת ההשוואה כשיטה המובילה. ככל שהחברה משוכנעת כי מן הראוי להמשיך ולהשתמש בגישת

ההשוואה על אף ההתאמות המהותיות, עליה לפרט במסגרת הערכת השווי את ההתאמות שבוצעו לעסקאות ההשוואה.

ב. שימוש במקדם אקוויוולנטי לצורך העמסת שטחים ציבוריים

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

ג. 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 כך, תכננה החברה לבצע שיפוץ משמעותי במבנה ולהסב שטחים לוגיסטיים למשרדים. במסגרת הערכת השווי לא הובאה בחשבון דחייה בגין ההכנסות הצפויות מהשטחים הפנויים לצורך גילום משך הזמן שיחלוף עד להשכרת השטחים בפועל. החברה טענה כי מרכיב הדחיה מגולם בעלות ההשקעה ובשיעור ההיוון וזאת על אף ששיעור ההיוון שהחברה השתמשה בו היה זהה לשיעור ההיוון לפיו נישמו נכסים דומים באותו אזור, המאוכלסים במלואם. סגל הרשות לא קיבל את עמדת החברה שכן השיטה שבה עשתה החברה שימוש לא מביאה בחשבון את התקופה עד למציאת שוכר. כמו כן, לעמדת סגל הרשות מצופה כי שיעור ההיוון ביחס לנכס החשוף לסיכון אי-אכלוס משמעותי יהיה גבוה מזה המשמש להערכת נכס מאוכלס במלואו.

ד. ביסוס שיעורי ההיוון, תוך שימוש בעסקאות השוואה תקפות והתייחסות

לעומס השוכרים

סגל הרשות מצא מקרים בהם הערכות השווי עשו שימוש בשיעורי היוון שנגזרו מעסקאות שאינן רלוונטיות לנכס נשוא הערכת שווי (לדוגמה, עבור משרדים הממוקמים מחוץ לגוש דן הוצגו במסגרת ביסוס שיעור ההיוון עסקאות למכירת נכסי פריים במרכז תל אביב). לעמדת סגל הרשות, את שיעור ההיוון יש לגזור מנכסים דומים לנכס נשוא השומה ורק במקום בו לא קיימות עסקאות כאמור, יש לעשות שימוש בשיעורי היוון שנגזרו מעסקאות בנכסים שאינם דומים, תוך ביצוע התאמות.

בנוסף, סגל הרשות מדגיש כי כאשר נעשה שימוש בשיעור היוון המבוסס על שיעורי התשואה שפרסם השמאי הממשלתי הראשי בדוח סקירת שיעורי תשואה בנכסים מניבים, על השמאי לתת את דעתו ביחס לנכס הנישום ולמאפייניו המיוחדים. במקום שבו בוצעו התאמות ביחס לשיעור היוון הנגזר מעסקאות השוואה או מסקר השמאי הממשלתי הראשי, יש לפרט את טיב ההתאמות שבוצעו.

ה. גילוי בשמאויות

סגל הרשות מצא מספר מקרים בהם רמת הגילוי בהערכות השווי לא הייתה מספקת בנושאים שלהלן:

- גילוי בנוגע לאופן חישוב רווחי/הפסדי ניהול וההנחות לגביהם;
- הסבר לפער בין דמי השכירות מחוזים חדשים לעומת דמי שכירות הממוצעים המייצגים שהונחו במסגרת השווי והיוו בסיס לשווי;
- הסבר לפער בין שיעור התפוסה המייצג לשיעור התפוסה הממוצע בפועל;
- הסבר לפער בין הכנסות הנכס וה- NOI המוצגים בפרק תיאור עסקי התאגיד לבין ההכנסות וה- NOI המוצגים במסגרת הערכות השווי;
- גילוי אודות מדד "עומס שוכרים" והשפעתו על שיעור ההיוון.

ו. 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 מצא 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. סגל הרשות סבר כי הנחת החברה אינה מבוססת וביקש ממעריך השווי לערוך תחזית DCF אלטרנטיבית אשר מביאה בחשבון את תחזית הביקוש לבנזין כך שהחל משנת 2027 יוכר קיטון בכמויות הבנזין הנמכרות. מהבדיקה שנעשתה בהתאם לבקשת הרשות, נמצא כי לא קיימים פערים בשווי מאחר ובהערכת השווי המעודכנת עודכן גם מרווח השיווק ביחס להערכה הקודמת.

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

ז. בחינת סבירות הנחות ההנהלה ומתן גילוי בנוגע לביסוס ההנחות

באחד מהמקרים שנבחנו על ידי סגל הרשות עלה כי מחיר המכירה של מוצרי החברה שהונח בהערכת השווי היה גבוה בעשרות אחוזים ממחירי המכירה של חברה המהווה מתחרה עיקרי 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 השווי המסתמך על הנחות לגבי ביצועי החברה בעתיד לבחון את סבירות ההנחות ולהביא בחשבון בין היתר גם נתונים זמינים של חברות מתחרות. החברה נדרשה 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.

ח. טעויות מקדזות בהערכת שווי

במסגרת בדיקה שנערכה על ידי סגל הרשות בנוגע להערכת שווי של בית ד'ור מוגן נמצאו פערים משמעותיים בהערכות עבר בין התזרים השנתי הצפוי בהתאם להערכות השווי, לבין התזרים השנתי בפועל בשנים העוקבות. הפערים נבעו מחישוב לא מדויק ביחס לכמות הדיירים הצפויים לעזוב ומהנחת הנחות רוחביות. החברה טענה שהמודל שנלקח על ידי מעריך השווי אינו מדויק וכולל טעויות מקדזות, ועל כן כל דיוק של המודל יגדיל את השווי מחד ויקטין את שווי מאידך כך שבפועל לא תהיה השפעה מהותית על שווי הנכסים. סגל הרשות לא קיבל את עמדת החברה לפיה ניתן לפצות על חוסר דיוק במידול התזרים החזוי באמצעות העלאת שיעור ההיוון.

לקריאת הדוח המלא באתר רשות ניירות ערך – [לחצו כאן](#)

בברכה,

רו"ח גיא טביבאן,

שותף, ראש המחלקה המקצועית, Deloitte

למידע ופרטים נוספים:

רו"ח שמעון זוארץ, דירקטור במחלקה המקצועית, Deloitte, טל': 03-6085562
רו"ח יקרת שבח, מנהלת בכירה במחלקה המקצועית, Deloitte, טל': 03-6085461



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 - ©2022 Brightman Almagor Zohar & Co. A firm in the Deloitte Global Network.