



תאריך: כ"ג חשוון תשפ"א
10 נובמבר 2020

סקירת שיעורי תשואה בנכסים מניבים - מחצית ראשונה של שנת 2020

1. במועד פרסום סקירה זו, אנו נמצאים כשבעה חודשים בתוך משבר, הנובע מנגיף ה-19 covid או בשמו המוכר יותר נגיף הקורונה. עם זאת, סקר זה מתייחס למחצית הראשונה של שנת 2020. תקופה מורכבת זו, מחייבת אותנו התייחסות מיוחדת ולכן סקירה זו תהיה שונה מקודמותיה.
2. בבוא השמאי לקבוע את שיעור התשואה בשומה לנכס ספציפי, אל לו לבחור את שיעור התשואה המפורסם כאן, מבלי לתת את הדעת לנכס הנישום ולמאפייניו המיוחדים. אנו ממליצים לשמאי לשים לב, בין השאר, לאמור להלן:
 - בסקרים שאנו עורכים נמצא קשר בין רמת הקרבה של הנכס למרכז הארץ או למרכז הישוב לבין שיעור התשואה ממנו. בנכסים שמיקומם מרכזי, נצפה שיעור תשואה נמוך ביחס למוצק ואילו בנכסים פריפריאליים נצפה שיעור תשואה גבוה ביחס למוצק. הקשר נובע, ככל הנראה, ממרכיב סיכון גבוה יותר בפריפריה וההיפך במרכז.
 - מרכיבי סיכון נוספים שנצפו כמשפיעים על שיעור התשואה: איתנות/ אי איתנות פיננסית של השוכרים, תקופת הסכם השכירות, יחס תפוסה/ אי תפוסה (באזור/בבנין וכדו'), מיקום, פוטנציאל לשינויים בסביבה, קרבה לאמצעי תחבורה כגון תחנות רכבת וצירים ראשיים, גודל הנכס וכדו'.
 - ככלל, ככל שהנכס בעל מרכיבים המקטינים את הסיכון, כך צפוי ששיעור התשואה מהנכס יהיה קטן יותר ולהיפך.
3. שיעור התפוסה – כאמור שיעורי התשואה המפורסמים כאן, מתייחסים לשיעורי תשואה פוטנציאליים ("שיעור היוון כולל"), כלומר תחת הנחת תפוסה מלאה. המשמעות המעשית היא שכאשר ידוע לגבי הנכס הנישום ששיעור התפוסה בו אינו 100%, יש לשקול לתת לכך ביטוי בשיעור היוון גבוה יותר (המבטא סיכון גבוה יותר) לשטחים שאינם תפוסים, ביחס לשיעור ההיוון שנקבע לגבי השטחים התפוסים.
4. את המחצית הראשונה של שנת 2020 ניתן לחלק לשניים – לפני ואחרי התפרצות הקורונה. כאשר, גם את התקופה של אחרי התפרצות הנגיף ניתן לחלק לשניים – תחילתה במשבר עמוק שכלל סגר כללי, והמשכה, לאחר זמן קצר יחסית, יציאה מהסגר ומעבר לסוג של שגרה עם הקורונה, מתוך אופטימיות זהירה ליציאה כללית מהמשבר.
5. בפרסום הקודם של הסקר ("סקירת שיעורי תשואה בנכסים מניבים – מחצית שניה של שנת 2019") צירפנו נייר עמדה בנושא "הערכות שווי והשימוש ב"שיעור ההיוון הכולל", בתנאי אי ודאות". לאור מועד פרסומו (אוגוסט 2020) נכון יהיה לצרפו גם לסקר זה, שכן, האמור בו, מעיד ומשקף את הלך הרוח במחצית השנייה, ובמיוחד בסופה, של תקופת סקר זה.

הנהלת האגף

ירושלים, רחוב יפו 97, בנין כלל קומה 13, ת.ד. 28223 מיקוד 91281, טל' 073-3927805



6. בפרסומים קודמים פרסמנו ממוצעים של נתונים שהתקבלו בסקירות שערכנו, לאורך כל תקופת כל סקר. לאור השונות הרבה, שנוצרה עקב המשבר בתקופת סקר זה, ובעיקר לאור מיעוט העסקאות שבוצעו, במיוחד במחצית השניה של התקופה, אני בדיעה, כפי שגם מוסבר בנייר העמדה למטה, שאין לשנות, בשלב זה, את שיעור ההיוון הכולל, כפי שנקבע בסקירה של החציון הקודם. מסקנה זו קיבלה משנה תוקף גם לאחר שבחנו את מקורות המידע הבאים:

1. הערכות שווי לדוחות הכספיים של פירמות, לפי תקני החשבונאות (שומות IFRS).
2. דיווחים רבעוניים של פירמות, לפי תקני החשבונאות (IFRS).
3. עסקאות מכר לנכסים מניבים בתקופה הרלוונטית.
4. דיווחים באשר לכמות העסקאות שנערכו במשק לנכסים מניבים.

להלן שיעורי התשואה (שיעור ההיוון הכולל), בממוצע כלל ארצי, במחצית הראשונה של שנת 2020
(ללא שינוי מהסקר הקודם):

7.0%	–	בנכסי משרדים
6.9%	–	בנכסים מסחריים
6.9%	–	בנכסי תעשייה ולוגיסטיקה

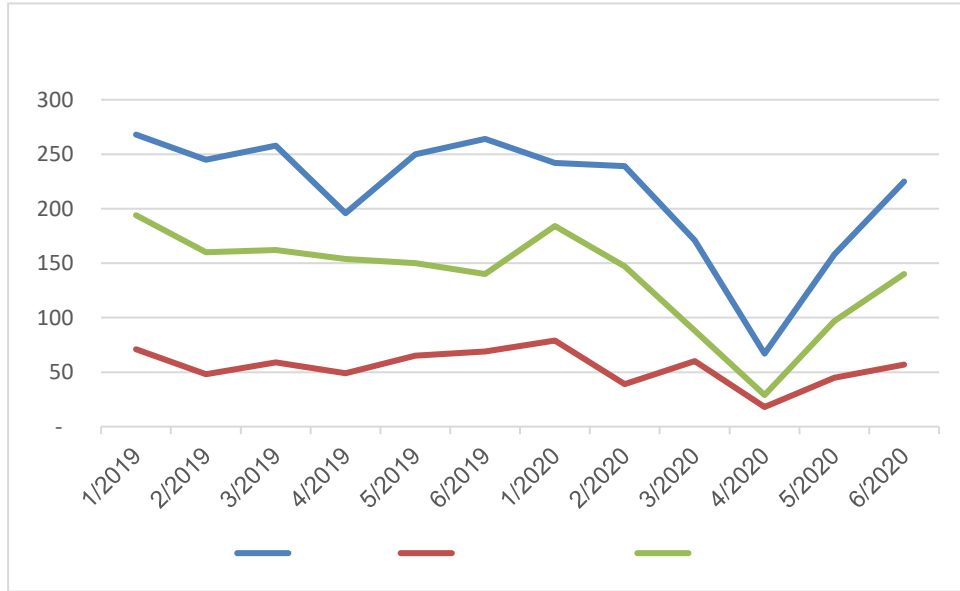
הנהלת האגף

רחוב יפו 97, בנין כלל קומה 13, ת.ד. 28223 מיקוד 91281, טל' 073-3927805



7. המחשה של מורכבות התקופה, בעקבות המשבר, ניתן לראות בין השאר בכמות העסקאות, שדווחו לרשות המסים באותה תקופה, לעומת דיווחים דומים באותם חודשים אשתקד.

להלן מספר העסקאות שדווחו לרשות המסים, בנכסים מניבים, לפי חודשים, בתקופת הסקר, לעומת החודשים המקבילים, בשנת 2019:



הנהלת האגף

רחוב יפו 97, בנין כלל קומה 13, ת.ד. 28223 מיקוד 91281, טל' 073-3927805



8. להלן ריכוז נתוני התשואה ע"פ הסקרים שערכנו בשנים 2007 – 2020 :

הנהלת האגף

רחוב יפו 97, בנין כלל קומה 13, ת.ד. 28223 מיקוד 91281, טל' 073-3927805



הערכות שווי והשימוש ב"שיעור ההיוון הכולל", בתנאי אי ודאות:

(פורסם לראשונה באוגוסט 2020, יחד עם הסקר של המחצית השניה של שנת 2019)

הסקר הנ"ל (מחצית שניה 2019) נעשה בתקופה בה טרם הכרנו את ה-covid 19 או בשמו המוכר יותר נגיף הקורונה. אולם, במועד פרסום הסקר, אנו נמצאים מזה כחצי שנה בתוך משבר הנובע מהנגיף, ולכן, אין מנוס מלהתייחס למשמעויות הידועות לנו עד כה.

נדגיש שעמדה זו נכתבה תחת ההנחה הרווחת (בינתיים) שמגיפת הקורונה הינה אירוע חולף, שהעולם יתגבר עליו ושימצא חיסון כנגד הנגיף בתוך שנה עד שנתיים. להנחת עבודה זו השלכות משמעותיות, שכן בתוך ולמרות הכאוס בו אנו מצויים, הנחת העבודה מייצרת מעין ודאות בשוק הנדל"ן.

יתכן ולהנחה זו אין על מה להישען, אולם אין זה מתפקידנו, כשמאים, לשפוט את הלך הרוח אלא לשקף אותו ואת משמעויותיו על שוק הנדל"ן.

השימוש בגישות השומה בתקופת אי ודאות:

גישות השומה הקלאסיות, בהתאם לתקינה השמאית, בעינן עומדות, וגם בתקופה זו נפעל על פיהן ובהתאם לרמת התוקף של כל גישה.

עם זאת, חוסר הודאות הביא עימו צמצום בכמות העסקאות, ולכן, פעמים רבות, השימוש בגישת ההשוואה, בעיקר בנכסים מניבים, בלתי אפשרי או כמעט בלתי אפשרי.

על פי תקן 2.0¹, גישות השומה בעלות התוקף הגבוה, בהערכת שווי מבנים למסחר, משרדים תעשייה ומלאכה, הן גישת ההשוואה וגישת היוון ההכנסות.

לאור האמור, בעמדה זו אתייחס לשימוש ב"שיעור ההיוון הכולל", בהערכת שווי נכס בנוי מניב, בתקופת אי ודאות.

טענה שנשמעה, בתקופה האחרונה, מפי העוסקים בתחום הכלכלה והמימון, היא שתקופת אי ודאות משפיעה על פרמיית הסיכון, המהווה רכיב בשיעור ההיוון, ולכן בהכרח משפיעה, כלפי מעלה, על שיעור ההיוון.

מצד שני, בפורומים רבים, בהם השתתפו אנשי נדל"ן (שמאי מקרקעין ויזמים), נטען, שבשלב זה, אין מקום לשנות את "שיעור ההיוון הכולל" בהערכת שווי נכס נדל"ן.

אני מצדד בעמדת אנשי הנדל"ן, ואסביר:

בעוד שהמושג "שיעור ההיוון" בענף הכלכלה, משמעו: "שער הריבית המשמש כדי להמיר סדרה של תשלומים עתידיים לערך נוכחי יחיד", הרי ששיעור ההיוון, בענף השמאות, מתייחס ל"שיעור ההיוון הכולל", שהוא מעין "מכפיל", המשמש לקביעת שווי הנכס בגישת היוון ההכנסות. ולמרות הדימיון בשם, אין מדובר באותו שיעור

¹ תקן 2.0, בתקינה השמאית, בדבר "יישום גישות השומה בשומות מקרקעין לנכסים בנויים למגורים, משרדים תעשייה, מלאכה ומסחר", מרץ 2007

הנהלת האגף

רחוב יפו 97, בנין כלל קומה 13, ת.ד. 28223 מיקוד 91281, טל' 073-3927805



היוון.

"שיעור ההיוון הכולל", בו עוסקים בענף שמאות המקרקעין, מבטא את היחס שבין הפדיון השנתי הפוטנציאלי מהשכרת נכס (שהם דמי השכירות הראויים הנהוגים בשוק ללא דמי הניהול) לבין שווי. כלומר, "שיעור ההיוון הכולל" או בקיצור "שיעור ההיוון", הוא המנה המתקבלת מחלוקת הפדיון השנתי הפוטנציאלי בשווי הנכס.²

בדילמה, בדבר שינוי שיעור ההיוון, חשוב לדעת שרמת הרגישות, של תוצאת השומה, לשינויים לכאורה קטנים, גבוהה ועלולה לגרום תוצאה לא סבירה.

כך למשל, שינוי שיעור ההיוון מ 6% ל 5% יביא לגידול בתוצאת השומה (בשווי הנכס) ב 20%.

ענף הנדל"ן, לעומת שוק ההון, מאופיין בשינויים איטיים. התהליכים שקורים בו, בדרך כלל, נמשכים זמן רב. עסקאות בנדל"ן, בדרך כלל, אינן מאופיינות באימפולסיביות. שוק הנדל"ן מתאפיין בסכומים גדולים, בסוג אחר של שחקנים ובאופטימיות – מי שלא אופטימי לא יכול להיות שחקן בשוק הזה וכנראה שיש לו על מה להסתמך – בטווח הארוך שוק הנדל"ן בישראל בעליה מתמדת, וכשיש ירידות מחירים הן תקופתיות ולאחר מכן בא התיקון והמחירים עולים.

פועל יוצא הוא ששינויים בשיעור ההיוון הכולל, לא יכולים להיות קיצוניים, גם בתקופת אי ודאות. לכן על השמאי לחשב בזירות רבה את המשמעות התקופתיות, בלי לקבל החלטות לא מבוססות לטווח הארוך.

לפיכך, גם בתקופת אי וודאות, בהערכת שווי הנכס לצמיתות, נחשב את שווי לפי שיעור ההיוון הכולל הידוע (ללא השפעת התקופה).

עם זאת, כדי לבטא את השוק באופן הנכון, לא ניתן להתעלם מאי הוודאות ומהשפעות התקופה. הנחת העבודה, בהתאם לכל האמור לעיל, שהשוק יחזור לעצמו בתוך פרק זמן של שנה עד שנתיים, תלוי בענף, כמו כן ישנם ענפים שהמשבר לא פגע בהם ואולי אף היטיב עימם.

לכן, השימוש בשיעור ההיוון יהיה לתקופות תקבולים שונות.³ שווי הנכס יהיה חיבור של הסכומים שהתקבלו משתי התקופות.

א. התקופה הראשונה, מאופיינת בתקופה קצרה יחסית. על פי אמירות שנשמעות מפי השחקנים בשוק, ההערכה היא שנה עד שנתיים (תלוי בענף ובמציאת חיסון לקורונה).

לגבי תקופה זו על השמאי לבחון את מצבו של הנכס הנישום, את הענפים שהוא משרת, את השפעת התקופה על השכירות באותו הנכס (תיעשה אבחנה בין רמת הפגיעה בענפים השונים) ולגבי כל נכס נשער את אורך התקופה, בנסיון לדמות את חשיבת השוק.

בחירת שיעור ההיוון לתזרים תקבולים זה:

שיעור ההיוון יהיה מבוסס על שיעור ההיוון הכולל לצמיתות. עם זאת, השמאי יתבסס על דמי שכירות, שהושפעו מהמשבר התקופתי. מאחר שבנתונים אלה מגולמת פרמיית הסיכון הנוספת, הרי שלא יהיה זה

² להרחבה ראו פרק טו' בקווים המנחים: בחירת "שיעור היוון כולל" בתחשיבי שומה.
³ ראה גם סעיף 2. בפרק טו', בקווים המנחים, וכן סעיף 7 בדברי ההסבר, שם.

הנהלת האגף

רחוב יפו 97, בנין כלל קומה 13, ת.ד. 28223 מיקוד 91281, טל' 073-3927805



נכון להתחשב בה, פעם נוספת, בשיעור ההיוון הכולל.

ב. התקופה השניה, לצמיתות, תבוא לאחר התקופה הראשונה. לחישוב השווי השמאי ישתמש בשיעור ההיוון הכולל להיוון תזרים התקבולים העתידיים (ככלל, התקבולים שיחושבו יהיו בהתאם לתקבולים שהיו לפני תקופת אי הודאות), ויהיו את הסכום העתידי שהתקבל, למועד השומה.

כאשר המשבר פגע בתקבולים בתקופה הראשונה, הרי שהתחשיב לעיל מוביל לתוצאה בה שיעור ההיוון הכולל לצמיתות גבוה יותר משיעור ההיוון הכולל הידוע, ללא השפעת המשבר (ראו בדוגמא בהמשך). אולם, הוא אינו נובע מהשתנות רמת הסיכון לצמיתות, אלא, דווקא, מהשינוי הידוע בתקופה זו. מאידך, שינוי בשיעור ההיוון הכולל לצמיתות, לאור התקופה, ישפיע גם על תחומים בענף שלא הושפעו מהתקופה או שאפילו הושפעו לטובה.

כך, לדוגמא: אם נשנה את שיעור ההיוון הכולל לצמיתות במסחר, השינוי ישפיע על השווי של סופרמרקט באותה מידה שהוא ישפיע על מסעדות, למרות שידוע, שלגבי שני תחומים אלה השפעת התקופה היא הפוכה.

נקודה אחרונה, בימים אלה קיים שיח על שינוי התרבות בשוק המשרדים. שינוי בשיעור ההיוון הכולל לצמיתות, בענף זה, יתקיים רק בשינוי תרבותי, שישפיע על שווי הנכס בעסקאות מכר ו/או בדמי שכירות לטווח הארוך. אולם, תהליך כזה, אם יקרה, יקרה בהדרגתיות ולא בשינוי קיצוני חד פעמי.

הנהלת האגף

רחוב יפו 97, בנין כלל קומה 13, ת.ד. 28223 מיקוד 91281, טל' 073-3927805



דוגמא תחשיבית:

נתונים:

שיעור היוון כולל במשרדים (משמש בכל ההיוונים): 7.1%
דמי שכירות רגילים למשרדים: 80 ₪ למ"ר, לחודש
שווי מ"ר בנכס ללא תקופת אי וודאות: 13,521 ₪ = $80 \times 12 / 7.1\%$
דמי שכירות לשנתיים בתקופת אי וודאות: 70 ₪ למ"ר, לחודש

תחשיב לתקופה הראשונה:

תזרים התקבולים: 840 ₪ = 70×12 לשנה/ מ"ר.
תקופת התזרים: שנתיים.
ערך נוכחי: 1,624 ₪ (תשלום בתחילת תקופה)

תחשיב לתקופה השנייה (לצמיתות):

תזרים תקבולים מהוונים לעוד שנתיים:
תזרים התקבולים: 960 ₪ = 80×12 לשנה/ מ"ר.
תקופת התזרים: צמיתות.
ערך נוכחי (בעוד שנתיים): 13,521 ₪
ערך נוכחי (היוון הערך הקודם, להיום): 11,788 ₪ למ"ר

סה"כ שווי הנכס (לצמיתות) למ"ר בתקופת אי וודאות: $13,412 = 1,624 + 11,788$ ₪

[שיעור ההיוון הכולל" הנובע מתחשיב השווי של שתי התקופות: $7.16\% = 960 / 13,412$, אולם, כמוסבר לעיל, שיעור היוון זה הינו תוצאתי ולא נתון שאפשר להשתמש בו.]

אוהד עיני

השמאי הממשלתי הראשי

הנהלת האגף

רחוב יפו 97, בנין כלל קומה 13, ת.ד. 28223 מיקוד 91281, טל' 073-3927805