



רשות ניירות ערך ISRAEL SECURITIES AUTHORITY

מחלקת תאגידיים

יחידת הביקורת

ביקורת בנושא שמאויות מקרקעין של נכסי נדל"ן מניב בבאר שבע

יולי 2015

לאור מגמת הגידול המשמעותית בשטחי מסחר בעיר באר שבע, ערכה יחידת הביקורת של מחלקת תאגידיים במהלך החודשים האחרונים וטרם פרסום הדוחות הכספיים לשנת 2014 בחינה בנוגע לסבירות ההנחות העיקריות שנלקחו בחשבון במסגרת שתי שמאויות מקרקעין של נכסי נדל"ן מניב בשימוש מסחרי בבאר שבע, אשר שימשו לקביעת הערך של אותם נכסים בדוחות הכספיים של תאגידיים ליום 31.12.2013 (להלן - "מועד השומה").

סגל הרשות מוצא לנכון לציין מספר ממצאים שעלו במסגרת הביקורות האמורות:

שימוש בהכנסה מייצגת שמשקפת את מצבו ההיסטורי של הנכס

תאגיד מסוים אימץ שומה שבוצעה בשיטת ההכנסה. לצורך כך חושב ערך הנכס על ידי חלוקת ההכנסה של הנכס בשנת הדיווח בשיעור התשואה. חישוב זה נעשה על אף שהחוזים העדכניים שנחתמו בנכס במהלך שנת הדיווח העידו על ירידת מחירים בשיעור של עשרות אחוזים, ואילו ההכנסה של הנכס בשנת הדיווח הושפעה בעיקר מחוזים היסטוריים שנקבו בדמי שכירות גבוהים יותר למ"ר.

בהקשר לכך, לעמדת סגל הרשות מקום בו התאגיד ומעריך השווי נוכחים כי קיימת מגמה שלילית וברורה של ירידה בפדיונות הנכס וב-NOI שלו, מרבית החוזים החדשים נחתמים במחירים נמוכים משמעותית בהשוואה לחוזים קודמים ובהעדר נסיבות חריגות, על התאגיד ומעריך השווי לגלם מגמה זו (גם אם באופן חלקי בהתאם לצפי חידוש חוזי השכירות לתקופות הבאות) בהכנסה המייצגת של הנכס לצורך הערכת השווי, ובוודאי במצב בו ידוע על התפתחות אקסוגנית לתאגיד של גידול חד בהיצע שטחי המסחר בשוק הרלוונטי לנכס.

לרוב, שימוש במחירי החוזים הקיימים כבסיס להכנסה המייצגת אכן מהווה מתודולוגיה מקובלת לצרכים שמאיים, וזאת כאשר התזרים הנוכחי, החוזי, של הנכס מהווה גם את התזרים המייצג שלו לעתיד הנראה לעין. אולם, ברי כי כאשר התזרים הנוכחי של הנכס שונה מהותית מהתזרים המייצג שלו (לדוגמא, במצב שבו הנכס מושכר בדמי שכירות עדיפים או נחותים באופן מהותי ביחס לדמי השכירות בשוק – כמו בנכס המסחרי המדובר, שבו צפויה ירידה עתידית משמעותית בדמי השכירות עם התחלפות השוכרים) המתודולוגיה תוביל לתוצאה לא סבירה.

חשוב להדגיש כי לצד הירידה במחירי השכירות החוזיים, נמצאו אינדיקטורים נוספים אשר העידו על הצורך בהפחתת סך ההכנסות המייצגות הצפויות מהנכס לצורך הערכת השווי ובפרט: מגמה של ירידה בפדיונות הנכס, ירידה בשיעורי התפוסה בנכס ועליה ביחס שבין פדיון השוכרים לבין דמי הניהול ושכר הדירה בנכס.

הצגת עודף מפעילות ניהול שאינו תואם למצבה הכלכלי של חברת הניהול

במסגרת הערכות השווי שנבחנו נמצא כי סך העודף מפעילות ניהול הנכסים עתיד להסתכם לסכום הגבוה באופן מהותי ביחס לעודף שהשתקף מתוצאות פעילות ניהול הנכסים האמורים בשנים קודמות.

הממצאים הצביעו כי על מנת שתוצאות הפעילות העתידיות יעלו בקנה אחד עם הנחותיהם של התאגידים ומעריכי השווי, היה על התאגידים להעלות את דמי הניהול הנגבים מהשוכרים ובנוסף להשיג תפוסה גבוהה יותר מהתפוסה של הנכס בשנים קודמות. עם זאת, ריבוי שטחי המסחר באזור והיחס שבין דמי השכירות והניהול בנכס לבין הפדיון בו, בצירוף הירידה המתמשכת בדמי השכירות עצמם העידו על כך שאין זה מעשי להניח שתהיה לתאגידים אפשרות כלכלית להעלות את דמי הניהול וזאת מבלי להביא לפגיעה מקבילה בדמי השכירות.

לעמדת הסגל בנסיבות אלה על התאגידים ומעריכי השווי היה להעמיד את שווי פעילות הניהול בסכום התואם יותר למצבו הכלכלי של הנכס ולתוצאות בפועל.

מימון השקעות הוניות

במקרה אחד נמצא כי התאגיד משקיע כספים ניכרים, שלא הובאו בחשבון במסגרת ההשקעות ההוניות שהונחו בשומה, בהשתתפות בשיפורים אותם מבצעים השוכרים בנכס. כמו כן, הנכס המדובר אינו מהווה נכס חדש ועל כן צפוי היה לדרוש רמת השקעה גבוהה יותר ביחס לנכסים אחרים.

התאגיד טען כי חלף הגדלת ההוצאות ההוניות ניתן לעשות שימוש בשיעור היוון גבוה יותר. עוד הוסיף התאגיד כי בהערכת השווי הופחתו מהתזרים רק ההשקעות בהתאם לתכניות שיפוץ שאושרו למועד השומה.

סגל הרשות לא קיבל את עמדת התאגיד. בדרך כלל, העובדה שקיימות תכניות ספציפיות של התאגיד להשקעה בנכס אכן מהווה מידע רלוונטי לשומה. עם זאת, העובדה שהשקעות הוניות מסוימות טרם אושרו על ידי התאגיד אינה מביאה אוטומטית לכך שיש להתעלם במסגרת השומה ממצבו של הנכס, זאת משום שהשומה אמורה לשקף את הציפיות של משתתף שוק רלוונטי ביחס למצבו של הנכס למועד השומה ולהשקעות הנדרשות בכדי לשמר את הנכס במצבו על מנת לתמוך בתחזית ההכנסות משכירות ולא רק את תכניות התאגיד המאושרות. כמו כן, סגל הרשות לא קיבל את טענת התאגיד בנוגע לכך ששיעור ההיוון גילם בתוכו גם השקעות הוניות עתידיות בנכס, שכן היקף ההשקעות ההוניות שנדרשו בנכס הספציפי היה גבוה יחסית ולכן שיעור היוון הנגזר מעסקאות השוואה לא ייצג בנסיבות האמורות את היקף ההשקעה ההונית שנדרשה בנכס.

הנחות אופטימיות בבסיס השומה

במסגרת הביקורת נמצא כי הכנסות מנכס שנפתח לאחרונה בתאגיד מסוים טרם התייצבו וכי חלה ירידה בהכנסות הנכס מדמי שכירות לצד ירידה בשיעורי התפוסה ולצד גידול חד בהקלות בדמי השכירות שהתאגיד התחייב להעניק לשוכרים, אשר לא נכללו בחוזי השכירות המקוריים.

ממצאים אלו, כמו גם אינדיקטורים נוספים שעלו מהביקורת (כגון: פדיונות נמוכים למ"ר ביחס לקניונים אחרים בקבוצה, עודף שטחי המסחר והתחרות בבאר שבע), מצביעים על אי ודאות כלכלית העלולה להשפיע לרעה על ביצועי הנכס בעתיד.

ממצאי הביקורת הביאו את סגל הרשות למסקנה כי על התאגיד ועל מעריך השווי היה לשקלל את הסיכון באי התממשות תחזיותיו במסגרת הערכת השווי, אם בתזרים המזומנים החזוי ואם בשיעור ההיוון.

על אף האמור, מבדיקת הסגל עלה כי תזרים המזומנים העתידי שהונח שינבע מן הנכס לצורך הערכת השווי היה אף גבוה מהתזרים של הנכס בפועל למועד הערכתנו. זאת חרף אי הוודאויות הקיימות. בנוסף, על פניו גם שיעור ההיוון שעמד בבסיס השומה לא גילם אף הוא את אי הוודאויות.

לסיכום, מכלול הממצאים המצוינים לעיל נמסרו לעיון התאגידיים המדווחים נשוא הביקורת לצורך בחינת הצורך ביישומם במסגרת הערכת השווי של הנכסים לקראת הכנת ופרסום הדוחות הכספיים לשנת 2014. בפועל, ערכי אותם נכסים הופחתו במסגרת הדוחות הכספיים של שנת 2014.

* * *