

## פרסומי רשות ניירות ערך-

# ממצאים בקשר עם הערכות שווי נדלן והערכות שווי פעילות

לאחרונה פרסמה רשות ניירות ערך דוח ריכוז ממצאים שמטרתו לשקף ממצאים עיקריים שעלו בבדיקות הערכות שווי ושמאויות שביצע סגל הרשות ואת עמדת סגל הרשות בקשר אליהם.

בחינת סגל הרשות הצביעה בחלק מהמקרים על קיומם של ליקויים וכשלים ביחס לגילוי, אומדנים והנחות אשר עמדו בבסיס הערכות השווי.

מצורף לעיונכם דוח ריכוז הממצאים.

אין להזדקק לתוכן חוזר זה מבלי לקבל עצה מקצועית מתאימה שכן אין מטרת החוזר אלא להפנות את תשומת הלב לאמור בו.

במידה ודרושים לכם הסברים נוספים ו/או הדרכה כלשהי נשמח לעמוד לרשותכם.



לעדכונים שוטפים נוספים ניתן להתעדכן בעמודי הפייסבוק והלינקדאין שלנו

בכבוד רב,

עמית, חלפון  
רואי חשבון

## ממצאים בקשר עם הערכות שווי נדל"ן והערכות שווי פעילות: ליקויים וכשלים שנמצאו במסגרת בדיקת סגל רשות ניירות ערך פברואר 2024

### רקע

כמידי תקופה סגל הרשות מפרסם דוח ריכוז ממצאים שמטרתו לשקף ממצאים עיקריים שעלו בבדיקות הערכות שווי ושמאויות (להלן: "הערכות השווי") שביצע סגל הרשות, כמו גם את עמדת סגל הרשות בקשר אליהם, וזאת לשם שיפור וטיוב השיטות המיושמות והגילוי במסגרת הערכות השווי.

בחינת סגל הרשות הצביעה בחלק מהמקרים על קיומם של ליקויים וכשלים ביחס לגילוי, לאומדנים ולהנחות אשר עמדו בבסיס הערכות השווי, כפי שיפורט להלן:

### 1. הערכות שווי נדל"ן להשקעה המוערך בגישת DCF

#### 1.1. שיעורי תפוסה

בתקופה האחרונה סגל הרשות בחן מספר הערכות שווי של נכסי נדל"ן להשקעה הממוקמים בארה"ב, אשר הציגו במהלך השנים האחרונות ירידה בשיעורי התפוסה (הירידה בשיעורי התפוסה החריפה עם התפרצות מגפת הקורונה) וזאת בדומה למגמה הכללית הקיימת באותם אזורים בהם ממוקמים הנכסים שהוערכו. עוד עלה מבדיקת סגל הרשות כי אותם נכסים שהוערכו הציגו לאורך השנים האחרונות שיעורי תפוסה נמוכים משמעותית משיעורי התפוסה הממוצעים באותם אזורים.

על אף האמור ובניגוד למגמה הכללית בסקטור בו פועלות החברות, הונח בהערכות השווי כי שיעור התפוסה בנכסים יעלה בשנים הקרובות (3-4 שנים) לשיעור העולה על שיעורי התפוסה הממוצעים באזור נכון למועד שבו הוערך שווי של הנכסים.

לעמדת סגל הרשות בשים לב למגמת הירידה האזורית בשיעורי התפוסה ולעובדה שהיסטורית הנכסים הציגו שיעורי תפוסה ממוצעים נמוכים מאלו הנצפים בשוק או דומים להם, הרי שהחברות לא הרימו את הנטל הנדרש ולא ביססו את יכולתן להשתמש בשיעורי תפוסה הגבוהים משיעורי התפוסה הממוצעים בפועל. משכך, בהעדר ראיות מבססות, הנחה זו לעמדת סגל הרשות אינה נאותה ומצופה היה ששיעורי התפוסה בשנה המיוצבת יתכנס לכל היותר לשיעור התפוסה הממוצע.

כמו כן, לעמדת הסגל, לאור הפגיעה שנבעה ממעבר לעבודה מהבית כתוצאה ממגפת הקורונה ולאור כך שלא ניכרת מגמה משמעותית של חזרה לעבודה מהמשרד, לא ניתן להניח כי בעתיד שיעורי התפוסה הממוצעים יהיו גבוהים מאלו השוררים בפועל. החברות קיבלו את עמדת סגל הרשות ועדכנו את הנחתם בנוגע לשיעור התפוסה המייצג בנכסים.

## 1.2. התחייבות להשתתפות בתמריצי חכירה (TI)

בהערכת שווי צוין כי לחברה קיימת התחייבות להשתתפות בתמריצי חכירה (Tenant improvements and unpaid leasing commissions) בסך עשרות מיליוני דולר. בהערכת השווי הונח שהתשלומים לשוכרים יתבצעו על פני 4 שנים, בין היתר, בהתבסס על ניסיון העבר של החברה אשר הצביע על כך שקיימים מספר שוכרים שחתמו על הסכם שכירות לפני מספר שנים ועדיין לא מימשו את זכאותם להשתתפות בתמריצי החכירה שהובטחו להם.

לעמדת סגל הרשות, סביר להניח שרוכש יפחית את התחייבות החברה לתשלום תמריצי חכירה משווי הנכס שכן מועד מימוש תמריצי החכירה נתון לשיקול דעתם של השוכרים ועל כן יידרש הרוכש הפוטנציאלי להבטיח שבכל רגע נתון יש לו את המשאבים לשלם עבור תמריצי החכירה. משכך, הרי שנדרש היה להביא בחשבון את כלל ההוצאה כהפחתה מיידיית מהשווי הכולל של הנכס ולא לפרוס אותן על פני 4 שנים. החברה קיבלה את עמדת סגל הרשות והניחה מימוש של התמריצים החל מהמועד בו השוכרים זכאים לממשם.

## 1.3. הנחת צמיחה בהכנסות

1.3.1. שיעור צמיחה בדמי שכירות – במסגרת הערכת שווי הוצגה סקירת שוק המציגה בשכר הדירה הממוצע באזור בו ממוקם הנכס נשוא הערכת השווי עלה בהדרגה בשנים 2013-2023 בשיעור שנתי (CAGR) של 1.3%, כשבשנים האחרונות חלה ירידה מסוימת בשכר הדירה הממוצע.

כמו כן, מבדיקת סגל הרשות עלה כי בחוזים האחרונים שנחתמו בנכס (בסמוך למועד הערכת השווי ולאחריה) נקבע שיעור העלאת דמי שכירות שנתיים של 2%. בניגוד לאמור, בהערכת השווי הונחה עליית שכר דירה שנתיים של 3% החל מהשנה השנייה לתחזית באופן שאינו מבוסס ואינו עולה בקנה אחד עם המגמות בשוק ובנכס עצמו.

על כן, לעמדת סגל הרשות החברה לא הרימה את הנטל ולא ביססה את יכולתה להשתמש בשיעור העלאת דמי שכירות של 3% ומשכך בהעדר ראיות מבססות אחרות, הנחה זו אינה נאותה. החברה קיבלה את הערת סגל הרשות ועדכנה את שיעורי הצמיחה בשכ"ד בהתאם לקבוע בחוזים האחרונים שנחתמו בנכס.

1.3.2. **הסתברות חידוש חוזי השכירות** – בהערכת השווי הוצגו שיעורי חידוש חוזי שכירות המתבססים על ממצאי סקר משקיעים. ממצאי הסקר הצביעו על כך שבאזורי CBD (כדוגמת האזור בו ממוקם הנכס) שיעור חידוש חוזי השכירות נע בין 50% ל-75%.

בהמשך לאמור, הונח בהערכת השווי כי שיעור החידוש של חוזי שכירות יעמוד על 75% וזאת לשיטת החברה הואיל ובשנים האחרונות השקיעה החברה במתקנים הקיימים בנכס אשר אמורים לשפר את שיעור חידוש החוזים.

מבדיקה שנערכה על ידי סגל הרשות עלה כי המתקנים (Amenity - לדוגמה חדר כושר) שנוספו לאחרונה לנכס שכיחים בבנייני Class A. בנוסף, שיעורי חידוש החוזים בנכס בפועל היה נמוך מ-75%.

**לעמדת סגל הרשות, בהיעדר ביסוס נוסף מעבר לזה שהוצג על ידי החברה ובשים לב לביצועי הנכס בעבר, הנחה כי 75% מחוזי השכירות יחודשו (הרף העליון בסקר שהוצג) אינה מבוססת. משכך, לדעת סגל הרשות נדרשת החברה להניח שיעור תחלופה נמוך יותר המגלם את מצבו הנוכחי של הנכס ואת שיעור תחלופת השוכרים בפועל.**

## **2. הערכת שווי של קרקע המיועדת לדיור להשכרה**

הערכת שווי של קרקע בייעוד לדיור להשכרה הממוקמת במרכז הארץ, התבססה על שתי גישות (גישת ההשוואה וגישת היות ההכנסות והחילוץ), אשר שוקללו יחדיו לצורך קביעת שווי ההוגן של הקרקע לתאריך הדוחות הכספיים. להלן יוצגו הערות שהציג סגל הרשות בפני החברה בקשר עם ההנחות ששימשו בסיס לקביעת שווי הקרקע:

### **2.1. העדפת גישת החילוץ ועסקאות ישנות על פני גישת ההשוואה ועסקאות עדכנות** – ככלל,

בעת הערכות שווי קרקעות קיימות עדיפות לשימוש בגישת ההשוואה. על אף האמור מעריך השווי יחס משקל משמעותי (65%) לגישת החילוץ וציין כי על אף שקיימת עדיפות לשימוש בגישת ההשוואה, הרי שבתקופה הנוכחית חל שינוי בסביבה הכלכלית (מיעוט עסקאות, העלאות ריבית וכו') אשר הביאה לחוסר וודאות כלכלית במשק. לטענת מעריך השווי, חוסר הודאות העלה חשש לכך שקיים כשל שוק זמני ולכך שעסקאות ההשוואה האחרונות שנצפו (משנת 2022) מוטות כלפי מטה באופן חריג ומשקפות מצב שוק נקודתי שאינו מייצג את מחיר הקרקעות.

בנוסף, מעריך השווי טען כי המחיר הממוצע ליח"ד הנגזר מעסקאות ההשוואה שנצפו באותו מתחם בו ממוקם הנכס הנישום משקף שונות גבוהה, בלתי מוסברת במחיר הממוצע בין השנים ועל כן עלה חשש ממשי שיישום גישת ההשוואה לא יציג באופן נאות את שווי הקרקע ולכן ניתן משקל עודף לגישת החילוץ (העסקאות שבוצעו בשנת 2021 הציגו שווי ליחידת דיור הגבוה משמעותית מזה שהודגם בעסקאות שבוצעו בשנת 2022).

בהמשך לאמור ולחוסר יכולתו של מעריך השווי לבסס את ההנחה כי עסקאות שבוצעו בשנת 2022 אינן מבססות שווי הוגן כלכלי בין קונה מרצון למוכר מרצון, פעל מעריך השווי לאיתור עסקאות השוואה נוספות (עדכניות) אשר יכולות לבסס את המחיר של הקרקע נכון למועד הקובע.

סגל הרשות הבהיר את עמדתו לפיה בהערכות שווי קרקעות הגישה העדיפה היא גישה ההשוואה, אשר עשויה לשקלל את כלל השפעות המאקרו כלכליות במחיר, ועל כן יש ליחס, לכל הפחות, משקל שווה לגישת החילוץ ולגישת ההשוואה, זאת בשים לב לכך שגישה החילוץ באופייה הינה עתירת הנחות. החברה קיבלה את עמדת הסגל ועדכנה את המשקל שניתן בהערכת השווי לכל אחת מגישות ההערכה, כך שלכל אחת מהגישות ניתן משקל של 50%.

בנוסף, לעמדת סגל הרשות, שווי הנכסים בדוחות הכספיים נדרש לייצג את שווי הנכסים למועד הדוח, גם אם הוא שונה משמעותית משווי בתקופות אחרות ולא ניתן לקבל טענה כי שווי הנכסים העדכני אינו מייצג שווי הוגן. לפיכך, ככל שלא קיימות נסיבות ייחודיות הפוגעות במהימנות העסקאות הסמוכות לתאריך החתך, הרי שהן אמורות לייצג באופן מהימן יותר את השווי ההוגן נכון למועד תאריך החתך של הדוחות הכספיים. בהמשך להערת סגל הרשות, מעריך השווי התייחס בחוות דעתו לעסקאות נוספות משנת 2022 (אשר לא הוצגו בחוות הדעת המקורית), כך שהמשקל שיוחס לעסקאות משנת 2021 ירד משמעותית וציון כי בניתוח השווי הנגזר לקרקע ניתנה עדיפות לעסקאות האחרונות הסמוכות למועד הקבוע.

**2.2. שימוש עסקאות למכירת קרקעות המיועדות למגורים** – כחלק מעסקאות ההשוואה השתמש מעריך השווי בעסקאות לקרקעות למגורים שהיו באותו מתחם, עם שימוש במקדם התאמה (הפחתה) של כ-12.5% או 25% בשל השימוש הנחות בקרקע של החברה (דיוור להשכרה) ביחס לקרקעות ההשוואה (מגורים). סגל הרשות ביקש מהחברה לבסס אומדן זה בשים לב לשונות המשמעותית במאפיינים של הנכסים ואי-ביסוס של מקדם ההתאמה כאמור. החברה ומעריך השווי קיבלו את הערת סגל הרשות ועדכנו את הערכת השווי, כך ששווי הנכס התבסס רק על עסקאות למכירת קרקעות המיועדות לדיוור להשכרה.

**2.3. דחיית הכנסות בעת שימוש בגישת היוון הכנסות וחילוץ** – כאמור לצורך ביסוס שווי הקרקע נעשה שימוש גם בגישת היוון הכנסות (שיטת החילוץ). במסגרת שיטה זו הונח מקדם דחייה של שנה אשר אמור לגלם את פרק הזמן עד לקבלת ההיתר ושיווק הדירות. לעמדת סגל הרשות, מקדם הדחייה שהונח על ידי החברה הינו אופטימי ולא עלה בקנה אחד עם הפרקטיקה המקובלת/ניסיון העבר בפרויקטים דומים. החברה קיבלה את עמדת סגל הרשות ועדכנה את מקדם הדחייה בהכנסות כך שיגלם דחייה של 3 שנים (בין מועד הערכת השווי ועד למועד קבלת ההיתר ושיווק הדירות).

### 3. התייחסות בהערכת שווי לתקני חניה נדרשים לצורך מימוש זכויות בניה

חברה אשר מחזיקה קרקע בצפון הארץ המיועדת למסחר, ביססה את שווייה באמצעות שימוש בגישת השוואה. מבדיקת סגל הרשות עלה כי בהערכת השווי לא הייתה התייחסות לתקני החניה הנדרשים למימוש מלוא זכויות הבניה. בהתאם לתוכניות הקיימות על מנת לממש את מלוא זכויות הבניה, על החברה לעשות שימוש במכפילי חניה, כך ש-80% מהחניות במרכז המסחרי המתוכנן יהיו במכפילי חניה. לעמדת מעריך השווי אין מניעה להקים מרכז מסחרי עם כמות נמוכה של חניות קונבנציונליות, וכי לדעתו ההשפעה של אופן הקמת החניות על שווי של הנכס העתיד להיבנות אמורה להיות זניחה עד כי לא קיימת. בהקשר זה ראוי לציין כי ככל שלא ייושם הפתרון של מכפילי החניות, לא ניתן יהיה לממש את כל זכויות הבניה הקיימות וההשפעה על השווי תהיה מהותית.

לעמדת סגל הרשות, ככל שמעריך השווי מבקש להניח פתרון של מכפילי החניות, הרי שלכל הפחות היה עליו להציג פרוגרמה תכנונית המעידה על כך שתכנונית מדובר בפתרון ישים. נוסף על כך, מאחר ומדובר גם בהחלטה עסקית<sup>1</sup>, הרי שגם ההנהלה נדרשת לקחת אחריות בנוגע לכך שהנחת מעריך השווי עולה בקנה אחד עם כוונות ההנהלה ולכלול גילוי מתאים בדוחות העיתיים. החברה ומעריך השווי קיבלו את עמדת סגל הרשות.

### 4. הערכות שווי פעילות

#### 4.1. קביעת מחיר החוב (Kd) בחברה העוסקת בהתחדשות עירונית

סגל הרשות בחן הערכת שווי פעילות של חברה העוסקת בין היתר בתחום הנדל"ן היזמי בישראל ובפרט בייזום ובנייה של פרויקטי התחדשות עירונית, מסוג פינוי-בינוי ותמ"א 38, שבין היתר כוללים החתמה של בעלי הקרקעות, קידום הליכי תכנון ובנייה, קידום הליכי רישוי לקבלת היתרי בנייה, הקמת הפרויקט באמצעות קבלן ביצוע וכן שיווק ומכירת יחידות הדיור.

לחברה אין מקורות תזרימיים למימון הפרויקטים ועל כן מימון החברה נעשה באמצעות הלוואות מזנין (משלימי הון עצמי). בעת קביעת שיעור ה-WACC מעריך השווי ביסס את ריבית החוב (Kd) על הלוואות קצרות למימון הפעילות השוטפת שניתנו כנגד שעבוד של נכסי נדל"ן המצויים בבעלות החברה, וזאת מבלי להביא בחשבון שלצורך מימון הקמת הפרויקטים תידרש החברה ליטול הלוואות מזנין בריביות גבוהות מאלו שניתנו על ידי הבנקים לצורך מימון פעילותה השוטפת וכנגד שעבוד נכסי נדל"ן. מסקירת הריביות הממוצעות למימון הלוואות מזנין לחברות נדל"ן עלה כי הריביות הממוצעות הינן גבוהות משמעותית מריבית החוב (Kd) שהונחה לצורך קביעת שיעור ה-WACC.

כמו כן, לצורך קביעת שיעור המינוף הנורמטיבי של החברה, הניח מעריך השווי ששיעור המינוף יהיה דומה לשיעור המינוף של חברות העוסקות בייזום פרויקטי נדל"ן וזאת מבלי לבצע התאמה כלשהיא למאפייני הפעילות הספציפיים של החברה.

<sup>1</sup> יכול להיות שההנהלה תסבור כי גם אם תכנונית ישנה אפשרות להקים את מכפילי החניה, הדבר יפגע בתנועת המבקרים ולכן תתקבל החלטה עסקית שלא לממש את כל זכויות הבניה.

בהקשר זה יצוין כי על פניו רמות המינוף בפרויקטים של התחדשות עירונית מאופיינות במינוף נמוך מזה של חברות יזמיות וזאת בשל העובדה שמימון עלות רכישת הקרקע אינו חל על החברה היזמית.

לעמדת סגל הרשות, לאור שיטת המימון הצפויה של החברה, היה על מעריך השווי להניח שמחיר החוב ( $Kd$ ) יהיה דומה למקובל בחברות המממנות את עצמן באמצעות הלוואות מזנין. בהמשך לדיונים שנערכו מול סגל הרשות עדכנה החברה את ההנחות שעמדו בבסיס קביעת שיעור ה-WACC וכפועל יוצא עדכנה החברה גם את שיעור התשואה הנדרש על ההון ( $Ke$ ), אשר אמור להיות גבוה משיעור הריבית על החוב ( $Kd$ ), מה שהוביל להפחתה בשווי הפעילות.

#### 4.2. שקלול הסתברות שתהליך שינוי תב"ע לא יושלם במועד החזוי

סגל הרשות בחן הערכת שווי של חברה העוסקת בהשבחה תכנונית של קרקעות ועם השלמת ההשבחה (אישור תב"ע), פועלת החברה להגשת בקשה לקבלת היתר ולאחר מכן למכירת הקרקע לזים.

במסגרת הערכת השווי לפעילות החברה, מעריך השווי לא הביא בחשבון את הסיכון של אי השלמת התב"ע. לטענת החברה לא קיים סיכון שהליך שינוי התב"ע לא יושלם וזאת מכיוון שהתב"ע מקודמת באזורים בהם חלה תוכנית המאפשרת את שינוי התב"ע. עוד טענה החברה, שבניגוד לשינוי תב"ע המקודמת במסגרת תוכניות התחדשות עירונית המצריכים קבלת אישור הבעלים, על הקרקעות בהן פועלת החברה חלים דיני מקרקעין אשר בכוחם ניתן לפנות לבית משפט בבקשה לפירוק שיתוף.

בנוסף טענה החברה כי לשיעור ההיוון בהערכת השווי התווספה פרמיית סיכון ספציפית המשקפת את הסיכון (3%) שבאי אישור התב"ע.

לעמדת סגל הרשות, גם תחת ההנחה כי נכונה טענת החברה לפיה לא קיים סיכון משפטי בנוגע להשלמת הליך שינוי תב"ע, הרי שבשים לב לאורך החיים הקצר של הפרויקטים (עד שנתיים), העלאת שיעור ההיוון ב-3% אינה מעלה באופן משמעותי את מקדם ההיוון ולכן אינה מגלמת באופן ראוי את הסיכון לדחייה בהשלמת שינוי התב"ע - (ככל והחברה תידרש לפנות בבקשה לבית המשפט לאכיפת פירוק שיתוף, הרי שהשלמת התב"ע עלולה להידחות בלמעלה משנה). כמו כן, על אף שהסגל לא התערב בהנחה כי לא קיים סיכון משפטי בנוגע להשלמת הליך שינוי התב"ע, מדובר בהנחה משמעותית שהיה על החברה לכלול גילוי לגביה. החברה קיבלה את עמדת סגל הרשות, והוסיפה בהערכת השווי התייחסות לכך שהשלמת התב"ע הינה וודאית למעשה לעמדתה ולעמדת יועציה המשפטים וכן ששוקללו במסגרת תרחישים שונים לאורך הזמן שיידרש להשלמת התב"ע (כתלות בהליכים שיידרשו להשלמתה). כתוצאה משקלול התרחישים השונים הופחת שווי הפעילות בהערכת השווי. בהקשר זה יצוין כי לעמדת סגל הרשות במקרים של התחדשות עירונית, בהם אין וודאות לאישור התב"ע ולהוצאת הפרויקט אל הפועל, ראוי לגלם אפשרות זו במסגרת הצגת תרחישים בתזרימי המזומנים. לדוגמה ניתן לבסס את התרחישים בהתאם לנתונים המפורסמים מעת לעת באתר הרשות הממשלתית להתחדשות עירונית.

#### **4.3. שימוש בשיעור WACC עבור תזרימים לבעלי ההון**

באחת מהערכות השווי שנסקרו על ידי סגל הרשות קבע מעריך השווי שווי לפרויקטים יזמיים באמצעות שימוש ב-WACC. מסקירת העבודה הכלכלית עלה שמעריך השווי הביא בחשבון במסגרת תזרימי המזומנים של הפרויקטים תשלומים בגין החזרי הלוואות, כלומר תזרים המזומנים גילם תזרים לבעלי ההון (FCFE) ולפיכך נדרש היה להוון את תזרימי המזומנים בהתאם לשיעור התשואה הנדרש על ידי בעלי המניות ( $K_e$ ), אולם במקרה זה מעריך השווי היוון את התזרימים באמצעות מודל ה-WACC. מעריך השווי ציין שחלק מהפרויקטים של החברה מומנו על ידי שותפים בפרויקט אשר בתמורה היו זכאים לאחוזים מהרווח העתידי של הפרויקט בשיעורים שונים הגבוהים מחלקם בהון (Promote) ועל כן היה קיים קושי להפריד בין השקעות הוניות למרכיבי החוב במימון של השותפים. עם זאת, בהמשך להערות סגל הרשות עודכנה המתודולוגיה להיוון תזרימי המזומנים כך שתזרים המזומנים לבעלי ההון (FCFE) הוון בשיעור תשואה לבעלי ההון ( $K_e$ ) בכל הפרויקטים המנוהלים על ידי החברה.

#### **4.4. שימוש בשיעור חוב (Kd) נומינלי לצד תזרים ריאלי**

באחת מהערכות השווי שנבחנו על ידי סגל הרשות עלה כי מעריך שווי ביסס את שיעור החוב על בסיס עקום נומינלי וזאת לצד תזרים מזומנים ריאלי. מעריך השווי ציין כי עשה זאת מטעמי שמרנות. לעמדת סגל נדרש ליישם במסגרת הערכות השווי מודל שעולה בקנה אחד עם הנחות התזרים. ככל שמעריך שווי מוצא לנכון שנדרש להעלות את שיעור ההיוון עליו לעשות זאת באופן שאינו פוגם בעקביות המודל של הערכת השווי. החברה ומעריך השווי תיקנו את הערכת השווי בהתאם.

#### **4.5. תשואה על ההון בשנה הטרמינלית גבוהה ממחיר ההון**

במסגרת הערכת שווי בשיטת ה-DCF של פעילות מתקן לוגיסטי מתקדם הנמצא בשלבי הקמה סופיים, הניח מעריך השווי רווחיות תפעולית גבוהה מאוד יחסית לחברות אחרות הפועלות בענף הלוגיסטיקה. לטענת מעריך השווי הסיבה לרווחיות החריגה הינה כי מדובר במתקן לוגיסטי רובוטי ייחודי, אשר אמור לחסוך לחברה את מלוא עלויות כוח האדם.

בשים לב להיעדר היסטוריה תפעולית (הכנסות ועלויות) של הפעילות ולכך שבהתאם לנמסר על ידי החברה מדובר בטכנולוגיה חדשה המגלמת מגוון רחב של סיכונים (קיים סיכון שהמערכות לא יעבדו באופן שתוכנן, או שעלויות התחזוקה יהיו גבוהות מעבר לצפי הראשוני או שהיצרן יפשוט רגל ויהיה קשה עד בלתי אפשרי לתחזק את המערכות), מעריך השווי הוסיף פרמיית סיכון ספציפית של 1.5%.

על מנת להעריך את סבירות הנחות הרווחיות של הפעילות בחן סגל הרשות את מחיר ההון אל מול שיעור התשואה על ההון שהונח בשנה הטרמינלית. בחינת סגל הרשות העלתה כי התשואה על ההון שהונחה בשנה הטרמינלית הייתה גבוהה משמעותית ממחיר ההון.



לעמדת סגל הרשות אין זה סביר להניח ששיעור התשואה על ההון המושקע בהקמת נכס יהיה גבוה משמעותית ממחיר ההון לאורך זמן. גם אם בשל ייחודיותו ואלמנט ראשוניות של המתקן הלוגיסטי ניתן להניח שבשנותיו הראשונות הוא ייצר תשואה גבוהה יחסית על ההון המושקע, הרי שאין זה סביר להניח שבמשך תקופה ארוכה מתחרים לא יישמו טכנולוגיות דומות והחברה תמשיך לייצר תשואה עודפת גבוהה משמעותית מהתשואה הנדרשת על ההון.

בנוסף לא עלה בידי החברה להסביר את הפער המשמעותי בין השווי שנקבע למתקן הלוגיסטי בהערכת שווי לבין עלות השחלוף הכוללת את עלויות הקמת מתקן זהה, לרבות ערך הקרקע ותוספת תשואה על ההשקעה.

החברה קיבלה את עמדת סגל הרשות וקבעה את שווי הפעילות בהתאם לשווי שהיה מתקבל בשחלוף, אשר נקבע באמצעות שמאות לנכס.

## **5. ביסוס שווי שימוש בהתאם ל- IAS 36 שלא באמצעות היוון תזרימי מזומנים**

במסגרת עבודה לבדיקת ירידת ערך של חברה כלולה נסחרת ביקש מעריך שווי לבסס את נאותות שווי השימוש (VIU) על ידי שימוש בגישת המכפילים וזאת בנוסף להצגת השווי שחושב באמצעות DCF. בהקשר זה יצוין כי גישת המכפילים נועדה לצורך ביסוס שווי הוגן (כאמור במקרה זה מדובר היה בחברה נסחרת ולכן השווי ההוגן נגזר ממחירה המצוטט של המניה). מאחר ולעמדת החברה שווי השימוש משקף את הסכום בר השבה של החברה הכלולה, לא ניתן היה לבסס את נאותות החישוב באמצעות גישת המכפילים, מאחר וגישה זו מייצגת שווי הוגן ולא שווי שימוש של הפריט הנמדד.

## **6. גילוי בנוגע להערכות שווי**

### **6.1. הסתמכות על מומחים וצירוף חוות דעת**

בסעיף 6 לתוספת השלישית לתקנות הדוחות נקבע:

”6. הסתמכה הערכת שווי על הערכות מהותיות של מומחים נוספים –

(א) יצורפו להערכת השווי ההערכות של המומחים הנוספים;

(ב) יובאו כל הפרטים הנדרשים בתוספות זו גם ביחס להערכות המומחים

הנוספים, בשינויים המחויבים.”

לאחרונה נתקל סגל הרשות במספר מקרים בהם מעריכי שווי מסתמכים על חוות דעת של מומחים נוספים לצורך ביסוס הערכת שווי. להלן מספר דוגמאות:

- **דוחות "0"** – לצורך הערכת שווי של פעילות העוסקת בהתחדשות עירונית הסתמך מעריך שווי על עודפים צפויים בהתאם לדוחות "0" של הפרויקטים השונים שהוכנו על ידי מנכ"ל החברה. במקרה זה ציין מעריך השווי שסבירות ההנחות בדוחות ה-"0" לא נבחנה על ידו.

- **שמאויות מקרקעין לקביעת מחיר מכירה למ"ר** – לצורך הערכת שווי של החברה העוסקת בייזום, הסתמך מעריך השווי על שמאויות מקרקעין הקובעות מחיר מכירה למ"ר באזורים בהם פועלת החברה.
  - **שמאות מקרקעין לקביעת עלות שחלוף** – לצורך ביסוס שווי פעילות מרלו"ג בהקמה נעשה שימוש בגישת השחלוף לצורך ביסוס שווי הפעילות העתידי. כחלק מגישת השחלוף נעשה שימוש בשמאות מקרקעין הקובעות את שווי הקרקע והנכס.
- לעמדת סגל הרשות במקרים המתוארים לעיל, נדרש היה לצרף את העבודות הכלכליות המבססות להערכת השווי מאחר ומדובר באחת מהנחות העבודה המרכזיות שעליהן הסתמכו מעריכי השווי לצורך עבודתם.**

## **6.2. הצגת ניתוחי רגישות**

סעיף 3(ג) לתוספת השלישית לתקנות הדוחות קובע כי הערכת שווי שצורפה תכלול ניתוח רגישות ביחס לשווי שנקבע בה, וזאת בהתאם להנחות המהותיות מאוד שבבסיס ההערכה. בהקשר זה, בדרך כלל, ניתוחי הרגישות מתייחסים לפרמטרים מקובלים דוגמת שיעור ההיוון, שיעור הרווחיות ושיעור הצמיחה בשנה הטרמינלית. במהלך השנה האחרונה נתקל סגל הרשות במקרים בהם הוצגו ניתוחי רגישות לשיעורי צמיחה ולשיעורי היוון וזאת מקום בו הערכות השווי כללו אומדנים משמעותיים נוספים ששינוי בהם היה מביא להשפעה מהותית על השווי שהוערך. סגל הרשות מבקש להדגיש כי **נדרש להפעיל שיקול דעת, בהתאם לנסיבות הספציפיות**, על מנת לקבוע ביחס לאלו גורמים נוספים נדרש לבצע ניתוח רגישות. כך למשל, בחברות העוסקות בתחום ההתחדשות העירונית או בתחום הפרויקטאלי ייתכן כי יידרש להציג ניתוח רגישות ביחס למועד הסיום הצפוי של הפרויקטים או מועד אישור התב"ע/קבלת ההיתר.