תאריך: כא' אב תש"פ
11 אוגוסט 2020

סקירת שיעורי תשואה בנכסים מניבים - מחצית שניה של שנת 2019

הקדמה

שיעור התשואה הוא **היחס** (מבוטא באחוזים) שבין ההכנסה השנתית, שנצמחת מהשכרת נכס, לבין שוויו.

שיעור התשואה יכול להימדד תוך התחשבות ביחס אי תפוסה או להימדד בהנחת תפוסה מלאה[1] ("שיעור תשואה פוטנציאלי" או "שיעור היוון כולל", להלן בקיצור "**שיעור ההיוון**").

"שיעור ההיוון" משמש, בין היתר, לעריכת שומות לנכסי מקרקעין בגישת היוון ההכנסות[2].

גובה דמי השכירות וכן שווי הנכס מבטאים מפגש בין רצונות של צדדים לעסקה (שוכרים ומשכירים, קונים ומוכרים) ולכן שיעור התשואה הוא ערך תוצאתי של כוחות הביקוש וההיצע בכל שוק נכסים, בנקודת זמן נתונה.

שיעור התשואה מנכס מקרקעין, בדומה לנכסי השקעה אחרים, מגלם מרכיבים שונים (ריבית חסרת סיכון, פרמיית סיכון, פרמיה בגין רמת נזילות נמוכה, פחת, פיצוי בגין תקופות אי תפוסה, פיצוי בגין הוצאות למשכיר ועוד). חישוב שיעור ההיוון על ידי סכימת המרכיבים הללו אינו ישים, לנוכח הקושי בהערכת חלק מהם. לפיכך, לצורך קביעת שיעור ההיוון הראוי, יש לאסוף ולנתח נתוני תשואה בשוק הנכסים הרלוונטי.

לנוכח הקושי הרב הקיים באיסוף נתוני תשואה בנכסים מניבים, לצורך בחירת שיעור היוון בשומה ספציפית אחת, מבצע אגף שומת מקרקעין סקירות מדגמיות, חצי שנתיות, לקביעת שיעורי תשואה לתקופה הנסקרת.

[1] יודגש כי שיעור ההיוון שנקבע כאן הוא שיעור ההיוון הכולל, דהיינו בהנחת תפוסה מלאה.
[2] שיעור ההיוון משמש מעין "מכפיל" למציאת שווי בהינתן דמי שכירות או לחלופין למציאת דמי שכירות בהינתן שווי.

<u>סקירת שיעורי התשואה – ממוצע כלל ארצי (בסיס הנתונים)</u>

שיעורי התשואה בסקירה נקבעו על בסיס הנתונים הבאים:

1. נכסים בהם בוצעה עסקת מכר וקיימת/ התבצעה עסקת שכירות (באותו הנכס).
2. עסקות מכר בנכסים מניבים בערים נבחרות (בהתבסס על עסקות מס שבח) אל מול נתוני שכירות באותן הערים (בהתבסס על מחירים מבוקשים, בניכוי מו"מ, ומידע ממתווכים העוסקים בתחום).
3. שיעורי היוון, ששימשו בסיס להערכת נכסים בגישת היוון הכנסות, אשר נשומו לצורך הכללתם בדוחות הכספיים של פירמות, לפי תקני החשבונאות (שומות IFRS).

בתקופה הנסקרת אותרו, נדגמו ונותחו נתונים מכ- 700 נכסים מניבים: משרדים, מסחר, מבני תעשיה ולוגיסטיקה, בכ- 30 ערים ברחבי הארץ, באזורי ביקוש ובאזורי פריפריה.

יצויין, כי בחלק מהנכסים קיימת הכנסה נוספת לבעלים (שהיא בדרך כלל אינה משמעותית ביחס להכנסה מדמי השכירות) מהשכרת חלק מהמבנה (גג או קיר חיצוני) למטרת הצבה של אנטנה סלולרית או מתקנים לייצור חשמל, רווח בגין אחזקת המבנה, דמי ניהול וכו'.
הכנסות אלה אינן נכללות בשיעור התשואה של הנכסים שנכללים בסקירה, זאת במטרה לבטא את שיעורי התשואה לסוגי הנכסים הנסקרים ללא השפעת גורמים אקראיים/אחרים.

הערה: לאור העובדה שבתקופה נסקרת (חצי שנה) ניתן למצוא מספר מועט של נתונים באותו אזור/ עיר, נסקרו נתונים מערים רבות ושונות ברחבי הארץ. המשמעות היא שהתוצאות שהתקבלו מהוות ממוצעים ארציים. לעובדה זו יש משמעות מעשית, שתוסבר בסיכום.

<u>להלן שיעורי התשואה (שיעור ההיוון הכולל), בממוצע כלל ארצי, שנמצאו במחצית השניה של שנת 2019:</u>

בנכסי משרדים	–	**7.0%**
בנכסים מסחריים	–	**6.9%**
בנכסי תעשיה ולוגיסטיקה	–	**6.9%**

סיכום

מהסקירה עולות המסקנות הכלליות הבאות:

א. התשואה הכלל ארצית:

1. במחצית השניה של שנת 2019, נצפתה ירידה בשיעורי התשואה בכל סוגי הנכסים המניבים לעומת השיעורים שנצפו במחצית שקדמה לה (המחצית הראשונה של שנת 2019).

2. מגמה זו מהווה המשך למגמות ירידה מתונות, שניצפו בחלק מהנכסים בשנים האחרונות. הירידה, שנצפתה בחציון זה, מעידה על **התגברות** המגמה הקיימת בשלוש השנים האחרונות.

ב. כללי:

1. בבוא השמאי לקבוע את שיעור התשואה בשומה לנכס ספציפי, אל לו לבחור את שיעור התשואה המפורסם כאן, מבלי לתת את הדעת לנכס הנישום ולמאפיניו המיוחדים.
אנו ממליצים לשמאי לשים לב, בין השאר, לאמור להלן:
נמצא קשר בין רמת הקרבה של הנכס למרכז הארץ או למרכז הישוב לבין שיעור התשואה ממנו. בנכסים שמיקומם מרכזי, נצפה שיעור תשואה נמוך ביחס לממוצע ואילו בנכסים פריפריאליים נצפה שיעור תשואה גבוה ביחס לממוצע. הקשר נובע, ככל הנראה, ממרכיב סיכון גבוה יותר בפריפריה.
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, קִרְבה 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.

2. שיעור התפוסה – כאמור שיעורי התשואה המפורסמים כאן, מתייחסים לשיעורי תשואה פוטנציאלים ("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.

3. להלן ריכוז נתוני התשואה ע"פ הסקרים שערכנו בשנים 2007 – 2019 :

שנה / חציון	שיעור תשואה במשרדים	שיעור תשואה במסחר	שיעור תשואה בתעשייה ולוגיסטיקה
2/2019	7.00%	6.90%	6.90%
1/2019	7.10%	7.00%	7.20%
2/2018	7.40%	7.20%	7.50%
1/2018	7.50%	7.20%	7.60%
2/2017	7.50%	7.20%	7.70%
1/2017	7.60%	7.20%	7.70%
2/2016	7.80%	7.60%	7.90%
1/2016	7.80%	7.60%	8.00%
2/2015	8.00%	7.70%	8.00%
1/2015	8.00%	7.60%	8.10%
2/2014	8.00%	7.60%	8.10%
1/2014	8.20%	7.80%	8.30%
2/2013	8.20%	7.90%	8.30%
1/2013	8.15%	7.90%	8.30%
2/2012	8.30%	8.30%	8.50%
1/2012	8.20%	8.30%	8.60%
2/2011	8.30%	8.30%	8.60%
1/2011	8.20%	8.20%	8.80%
2/2010	8.10%	8.20%	8.80%
1/2010	8.40%	8.50%	9.00%
2/2009	8.30%	8.50%	8.60%
1/2009	8.40%	8.60%	9.00%
2/2008	8.39%	8.59%	9.00%
1/2008	8.20%	8.30%	9.00%
1,2/2007	8.20%	8.30%	8.80%

אוהד עיני

השמאי הממשלתי הראשי

<u>הערכות שווי והשימוש ב"שיעור ההיוון הכולל", בתנאי אי ודאות:</u>

הסקר הנ"ל 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 הוודאות הביא עימו צמצום בכמות העסקאות, ולכן, פעמים רבות, השימוש בגישת ההשוואה, בעיקר בנכסים מניבים, בלתי אפשרי או כמעט בלתי אפשרי.

על פי תקן 2.0[3], 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

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

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 שוויו.
כלומר, "שיעור ההיוון הכולל" או בקיצור "שיעור ההיוון", הוא המנה המתקבלת מחלוקת הפדיון השנתי הפוטנציאלי בשווי הנכס.[4]

בדילמה, בדבר שינוי שיעור ההיוון, חשוב לדעת שרמת הרגישות, של תוצאת השומה, לשינויים לכאורה קטנים, גבוהה ועלולה לגרור 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 בזהירות רבה את המשמעויות התקופתיות, בלי לקבל החלטות לא מבוססות לטווח הארוך.

לפיכך, גם בתקופת אי וודאות, בהערכת שווי הנכס לצמיתות, נחשב את שוויו 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[5]. 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

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

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), ויהוון 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.

דוגמא תחשיבית:

<u>נתונים</u>:

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 ₪ = 80X12/7.1%

דמי שכירות לשנתיים בתקופת אי ודאות: 70 ₪ למ״ר, לחודש

<u>תחשיב לתקופה הראשונה</u>:

תזרים התקבולים: 840 ₪ = 70X12 לשנה/ מ״ר.

תקופת התזרים: שנתיים.

ערך נוכחי: 1,624 ₪ (תשלום בתחילת תקופה)

<u>תחשיב לתקופה השניה (לצמיתות)</u>:

תזרים תקבולים מהוונים לעוד שנתיים:

תזרים התקבולים: 960 ₪ = 80X12 לשנה/ מ״ר.

תקופת התזרים: צמיתות.

ערך נוכחי (בעוד שנתיים): 13,521 ₪

ערך נוכחי (היוון הערך הקודם, להיום): 11,788 ₪ למ"ר

<u>סה"כ שווי הנכס (לצמיתות) למ"ר בתקופת אי וודאות</u>: 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