

# פורום IVS בישראל

פורום IVS בישראל נפרד מ IVSC ופועל לקדם את ה IVS בישראל  
מאמר זה אינו מהווה פרסום רשמי של IVSC

## מאמר גישות והשקפות בינלאומיות הערכת שווי מרכזים מסחריים ינואר 2021

כריסטיאן לופט

**ב**יקשנו מכריסטיאן לופט, מומחה בעל שם עולמי להערכת שווי קניונים, שישתף אותנו במעט ממומחיותו ויציג לנו מבוא קצר לנושא, עם דגש על מגמות עכשוויות ועל מחשבותיו לגבי התפתחויות בינלאומיות. הכוונה היא שמאמר זה יפעל כמתאבן ראשון לפרקטיקה הבינלאומית בתחום, לטובת שמאים בישראל וקהילת השמאים בעולם בכלל. - **פורום IVS בישראל**.



## על המחבר

כריסטיאן הוא ראש תחום הערכות שווי למסחר באירופה, במחלקת שמאות וייעוץ של JLL (חברת שירותי נדל"ן בינלאומית, אחת מחמשת הגדולות). כריסטיאן הוא גם חבר בוועדת אירופה של IVSC, מועצת השמאות הבינלאומית.

לכריסטיאן ניסיון של עשרים שנה בהערכות שווי למסחר ולמרכזים מסחריים, תחילה בשוק בבריטניה ולאחר מכן עבר למרחב אירופה כדי לפתח את עסקי הערכות השווי לקניונים באירופה, המזרח התיכון ואפריקה. בין ספטמבר 2013 וספטמבר 2018 עמד בראש הצוות המורחב לשמאות למסחר בבריטניה, אירופה, המזרח התיכון ואפריקה.

## הקדמה

מרכזים מסחריים מתפתחים כיום בקצב מואץ אף יותר מאשר בזמן הקמתם של הקניונים הראשונים. הגישה להערכת שווי ענף זה צריכה להתפתח גם היא, על מנת שתשקף את המציאות העכשווית של מגזר הנדלן למסחר ואת הניהול האינטנסיבי של המרכזים המסחריים באקלים הנוכחי.

בעבר נחשבו המרכזים המסחריים לנכסים מאוד מבוקשים עבור משקיעים מוסדיים. הם איפשרו גיוון הכנסות בתוך מגזר צומח, יחד עם גידול עקבי בהכנסות מדמי שכירות. בנוסף לכך איפשרו להשקיע הון ניכר בעסקה בודדת, במקום במספר רב של עסקות נפרדות. מרגע שנרכשו, ההתמקדות היתה בלהצמיח את ההכנסות ולייצר ערכי שכירות מובטחים עם חוזי שכירות ארוכים יחסית (ביחס לקבוצות נכסים אחרות), שלהם בטחונות חזקים.

## מבנה חוזי השכירות

בעבר היו הבדלים בין חוזי השכירות בבריטניה לבין אירופה היבשתית, דבר שהשפיע על אופן הערכת השווי לנכסים אלה. בבריטניה תקופת השכירות הטיפוסית היתה 10 שנים ויותר, עם רוויזיות אחת לכל 5 שנים. הדבר הוביל לכך שנעשה שימוש בהיוון ישיר לצורך הערכת שווי הנכסים, כאשר זרמי ההכנסות הוערכו או בשיטת השכבות או בשיטת התקופה ורוויזיה<sup>1</sup>.

באירופה היבשתית חוזי השכירות הטיפוסיים הם קצרים יותר וללא רוויזיות בחוזה. במקום זאת הם צמודים למדד. דבר זה הוביל להעדפה בשימוש בשיטת ה DCF, היוון תזרים המזומנים.

בהרבה מאוד שווקים באירופה מקובלים זה שנים חוזים שמבוססים על דמי שכירות בסיסיים בתוספת שיעור מהפדיון<sup>2</sup>. השימוש בשיטת DCF כדי להעריך את זרם ההכנסות הזה נחשב למתאים יותר, בייחוד כאשר ישנם שיעורי גידול שונים לדמי השכירות הבסיסיים ולדמי השכירות כשיעור מהפדיון.

בבריטניה השימוש בדמי שכירות בסיסיים בתוספת שיעור מהמחזור נכנס מאוחר יותר, ובדרך כלל כאופציה מועדפת פחות ששימשה בקניונים ומרכזים מסחריים פחות מצליחים, מתוך נסיון לשמר את גובה דמי השכירות, שאחרת היו נקבעים ברמה נמוכה יותר. רק לאחרונה החלה שיטה זו להיות מקובלת יותר, מאחר ומחירי השכירות הגיעו לרמות שלא ניתן היה לשמר לאורך זמן ובעלי הנכסים והשוכרים חיפשו דרך להגיע לפתרון הוגן. עם הגידול במסחר המקוון, היתה זאת גם הדרך לכוון מכירות לאינטרנט ולהוריד את החיוב בדמי השכירות כשיעור מהמחזור, דבר שכמובן אטרקטיבי יותר לשוכרים מאשר לבעלי הנכסים.

יחד עם המעבר למודל דמי שכירות בסיסיים בתוספת שיעור מהמחזור, גם תקופת השכירות הממוצעת התקצרה ויותר ויותר חוזים נסגרים מחוץ לחוקי הגנת השוכרים, דבר המאפשר לבעל הנכס יותר גמישות בהחלפת דיירים. אינטנסיביות הניהול הגבוהה יותר שדבר זה מצריך מביאה לצורך לבחון ולחזות תזרימי מזומנים עתידיים. הדבר גם יוצר צורך בהתמחות מגזרית גדולה יותר.

## העדיפות של השימוש בשיטת DCF

כתוצאה מכך מתפתח צורך גובר להתאים את השיטה להערכת שווי מרכזים מסחריים בבריטניה למה שנהוג באירופה היבשתית. הקורונה האיצה תהליך זה עוד יותר, מאחר והמכירות המקוונות גדלות וקיימת אי ודאות מוגברת לגבי ביטחון החוזים. לכן גישה של היוון ישיר נעשית לא מתאימה למגזר זה. לאמיתו של דבר מרכזים מסחריים מנוהלים כעסקים מתמחים וצורת החשיבה היא להעריך את שוויים כעסק חי.

השינויים המבניים העכשוויים במגזר המסחר לא קשורים אך ורק למסחר המקוון, אלא לכל מערכת היחסים הסימביוטית בין הצרכן, הסוחר ובעל הנכס. התנהגות הצרכנים השתנתה דרמטית, בחלקו בשל התפתחויות טכנולוגיות מהירות. הצרכן מגלה פחות נאמנות לרוב המותגים, רגיש יותר למחירים ומגלה אכפתיות גוברת לנושאים כמו קיימות סביבתית, אתיקה וחברה. הצרכן דורש בנוסף לכך הנאה מקניות כפעילות פנאי, דבר שמסיט את תפעול המרכז המסחרי מהשאת רווחים קצרי טווח לכיוון איתנות ארוכת טווח.

<sup>1</sup> הערת המתרגם: כאשר דמי השכירות החוזיים שונים מדמי השכירות הראויים, ניתן להשתמש בשיטת השכבות או בשיטת התקופה ורוויזיה. בשיטת השכבות מעריכים את דמי השכירות הבסיסיים לצמיתות ואת התוספת לדמי השכירות מעריכים בשיעור היוון גבוה יותר לתקופת החוזה (במקרה שבו דמי השכירות החוזיים גבוהים מדמי השכירות הראויים). בשיטת התקופה ורוויזיה מעריכים את דמי השכירות החוזיים לתקופת החוזה ומוסיפים להם את הערך הדחוי של דמי השכירות הראויים, אותם מהווים לצמיתות. להרחבה ראו את המאמר "שמאות נכסים מניבים" **מקרקעין וערכם** ק"כ 130 [2008].

<sup>2</sup> הערת המתרגם: כך גם בישראל.

מודל הערכות שווי סטטי מתקשה לספק את הגמישות ואת כושר ההתאמה הנדרשים ושיטת היוון תזרים המזומנים (DCF) מתאימה יותר.

## מחירי שכירות

מאחר וישנה אי ודאות גוברת לגבי הקיימות של מחירי השכירות, במיוחד מאחר ומתחילים לחזות בהשפעה הכלכלית של הקורונה, ישנה התמקדות גוברת על קיימות מחירי השכירות העתידיים, ולא מה שטכנית מובטח כיום על ידי חוזה השכירות. משקיעים מתעניינים בחוסנם של השוכרים, מעוניינים להבין את מודל התפעול שלהם, לחוש בנוח לגבי מחירי השכירות המתאימים, ורק לאחר מכן לבחון את שיעורי היוון. בחוזי שכירות גמישים יותר שכוללים לפחות בחלקם מרכיב של דמי שכירות כשיעור מהפדיון, ישנו צורך ביתר שקיפות מצד השוכרים לגבי נתוני המכירות שלהם. באופן זה השמאי יוכל גם לבחון את שיעורי עלות השכירות מתוך הפדיון (OCR), אשר נעשה מורכב יותר כאשר מביאים בחשבון את ההכנסות ממוצרים שנרכשו באופן מקוון ונאספים או מוחזרים בחנות הפיזית. בנוסף, רמת מחירי השכירות בעולם שאחרי הקורונה הוא כיום נעלם ואפשר יהיה להתבסס על רמת המחירים שלפני הקורונה רק בזהירות המתבקשת.

## שיעורי היוון ותשואות סופיות

אימוץ מתודולוגיה של DCF מאפשרת לשמאי לשקף את הסיכונים המערכתיים במסחר ואת הסיכונים הנתפסים לתזרים המזומנים על ידי בחירת שיעורי היוון.<sup>3</sup> את אלה ניתן להתאים על מנת שישקפו את הסיכונים הרבים לתזרים, כגון תחרות מוגברת או רמות שכירות שלא נחשבות לברי קיימא לאורך זמן. לכן ניתן להתייחס לשיעור היוון כבלתי תלוי בתשואה הסופית שבסוף תקופת היוון.

תשואת היוון הסופית (exit yield) נותרת תשואה שנגזרת מנתוני השוק (מעסקות או מסנטימנט) והיא משקפת את הצפי עבור המרכז המסחרי בסיום תקופת התזרים (10 שנים בשווקים מפותחים, בדרך כלל 5 שנים בשווקים פחות שקופים), אך היא עושה זאת במונחי מצב השוק כיום. התשואה הראשונית (initial yield) והתשואות השוטפות (running yields) משמשות ככלי בקרה מול החזרי השכירות בטווח הקצר, ונמדדות מול נתוני השוואה שמבוטאים באמצעות תשואות ראשוניות.<sup>4</sup>

## סיכום

מתודולוגיה של DCF מעניקה לשמאי יכולת מוגברת להפעיל את שיקול דעתו במגזר שנעשה יותר ויותר מורכב עבור הערכות שווי, ועם כמות השקעות הולכת ופוחתת, ולכן עם פחות מידע שעליו ניתן להסתמך לצורך אמידת השוק. ברור שבעלות על מרכזים מסחריים היא עסק שדורש מומחיות. מאחר ועל השמאי לשקף את השוק להשקעות במועד הקובע, הכרחי שגם השמאי עצמו יהיה בעל מומחיות מיוחדת והבנה בתחום, ובעל יכולת ליישם את המומחיות וההבנה שלו בהערכת השווי.

© כל הזכויות שמורות לכריסטיאן לופט ולפורום IVS בישראל

<sup>3</sup> הערת המתרגם: הכוונה היא שבניגוד לשימוש בתשואות שוק, בשיטת DCF ישנו יותר חופש פעולה לשמאי בבחירת שיעורי היוון.

<sup>4</sup> הערת המתרגם: הכוונה היא שמהווים את תזרים המזומנים המוערך בשיעור היוון לתקופות של 5 או 10 שנים, ולאחר מכן את ה"גרט" מעריכים על ידי היוון לצמיתות לפי תשואת השוק ("התשואה הסופית"). למרות השימוש בהיוון תזרים מזומנים, ניתן בתור בקרה לבדוק את סבירות התזרים מול התשואות שהוא משקף לאורך קטעים שונים בתזרים (אלה מכונות תשואות שוטפות - running yields) ולהשוות את אלה מול תשואת השוק.