מרץ 2020

אחוז ההיוון לאן ?

3-2020

ענת הירשברג– שמאית בנק מזרחי טפחות

הבהרה

מסמך זה מבוסס בין היתר על מידע שדווח לציבור ע"י החברות הנסקרות בו וכן מאמצעי התקשורת .מטבע הדברים אפשר שהפרטים במסמך יתבררו כחסרים או בלתי מדויקים או בלתי מעודכנים .אין להעתיק ,לשכפל ,לצטט ,להפיץ או לפרסם מסמך זה או חלקים ממנו ללא רשות מפורשת מראש ובכתב של הבנק. הכתוב לעיל אינו מהווה המלצה או ייעוץ לביצוע פעולה כלשהי וכל הפועל על סמך האמור לעיל עושה זאת על דעתו בלבד. המידע המופיע במסמך זה נועד להתרשמות כללית בלבד ואינו מהווה הצעה ו/או ייעוץ כלליים ו/או המתחשבים בנתונים ובצרכים המיוחדים של הקורא לרכישה ו/או ביצוע השקעות ,פעולות ו/או עסקאות כלשהן ,ואין בו משום המלצה ו/או חוות דעת ו/או תחליף לשיקול דעתו העצמאי של הקורא .

כותרות

בנייה

הבורסה מפצלת את מדד הנדל"ן לשני

נדל"ן מניב

לקראת גל שיערוכים בחברות הנדל"ן המניב: "השוק מעריך שהשמאים התנתקו מהמציאות"

במיטב דש מעריכים כי הפחתה של 1% בשיעור התשואה המשוקלל של הנכסים שעל בסיסם מתבצעות הערכות השווי תניב לחברות עזריאלי, מליסרון ואמות עליית ערך מצרפית של יותר מ-8 מיליארד שקל בנכסיהן

אביב לוי 24.11.2019

נדל"ן מניב

תנאי השוק הנוחים מהפוצים את מניות

דוחות כספיים

סיום חזק לעוד שנה מצוינת: רווח נקי של 459 מיליון שקל לקבוצת עזריאלי ברבעון הרביעי

קבוצת הנדל"ן המניב ממשיכה לייצר רווחי-עתק, שהסתכמו ב-2018 בכ-1.2 מיליארד שקל • שיפור נרשם בפרמטרים התפעוליים המרכזיים של החברה, אבל הרווח הנקי התפעולי (NOI) מנכסים זהים נותר ללא שינוי מהותי • השבוע נחשף ב"גלובס" כי קבוצת קניוני עזריאלי תנסה להביא לישראל מותגים בינלאומיים נחשבים ולשמש זכיינית שלהם בעצמה

אביב לוי שני מוזס 20.03.2019

בניין משרדים

עודף היצע במשרדים? "אין מה להשוות בין תל אביב לבני ברק"

בבית ההשקעות מיטב דש מעריכים כי במקרה בו יחליטו השמאים להוריד ב-1% את שיעור התשואה המשוקלל של הנכסים שעל בסיסם הם מבצעים את הערכות השווי, שלוש החברות הגדולות בענף (מבחינת שווי שוק) - עזריאלי, מליסרון ואמות, יוכלו ליהנות מעליית ערך מצרפית של יותר מ-8 מיליארד שקל בנכסיהן - שיוכלו להיות מתורגמים לרווחי עתק.

פוטנציאל עליית ערכי נכסי חברות הנדל"ן המניב בעקבות ירידת התשואה

במיליארדי שקלים*

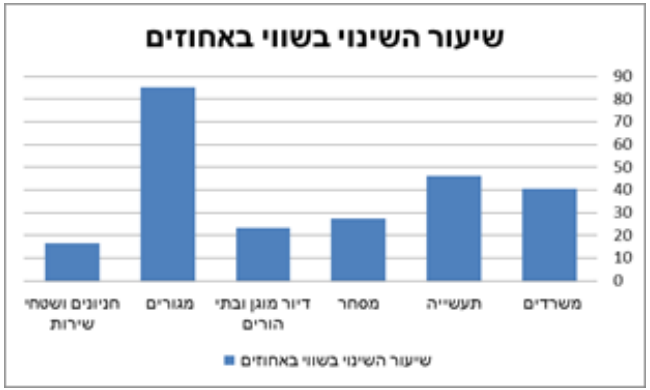
שם החברה	עזריאלי	מליסרון	אמות	נב"ם	ריט 1	רבוע נדל"ן	סלע קפיטל
שווי שוקי הנכסים כיום	22.2	16.1	10.6	5.6	5	3.8	2.0
תוספת ערך כתוצאה של ירידה של 1% בשיעור התשואה המשוקללת	3.7	2.7	1.8	0.9	0.8	0.7	0.5
שיעור תשואה הנוכחי	7.2%	7.1%	7%	7.1%	7%	6.8%	7.3%
שווי שוק	31.2	9.8	9.4	5.2	4.1	2.1	2
עליית הכנסה מתרחלת הנכסים	47%	46%	45%	62%	72%	60%	64%

*הערכות מיטב דש

פוטנציאל עליית ערכי נכסי חברות הנדלן המניב בעקבות ירידת שיעור ההיוון

רקע

- השיח הציבורי התמקד בשנים האחרונות בעליית מחירי הנדל"ן למגורים
- הדיון בנדל"ן שאינו למגורים נדחק מעט לשוליים
- עליות מתמשכות במחירי הנדלן המניב, לצד רישום רווחי שערוך, עשויים ליצור למשק סיכוני יציבות חדשים.



- רווחיות החברות הציבוריות בענף הנדל"ן המניב נובעת במידה רבה מרווחי שיערוך- הממוצע השנתי בין 2010-2017 עומד על כ 46% מהרווח לפני מס

רקע

- גורמי הסיכון העיקריים בענף הנדל"ן המניב :

א. מחזוריותו גורמת לתנודתיות גבוהה במחירי הנכסים

ב. אופי הכנסותיו מגדיל את התלות במחזורי העסקים במשק

ג. הפעילות בענף מתאפיינת במינוף גבוהה

- ההלוואות לדיור נחשבות FULL RECOURSE בעוד המשקיעים בנדלן מניב לרוב מתאגדים כישות משפטית נפרדת (הפסדם מוגבל לגובה ההון העצמי שהשקיעו)

רקע

- המערכת הפיננסית בישראל חשופה לענף הנדל"ן המניב.

- נכון ל 2017 האשראי שניתן לענף עומד על כ 140 מיליארד שח . (כ 16% מהאשראי למגזר העיסקי)

כ 100 מיליארד מתוכם ניתן לחברות ציבוריות (מרבית הסכום כ74מ' שח ניטל כאג"ח)

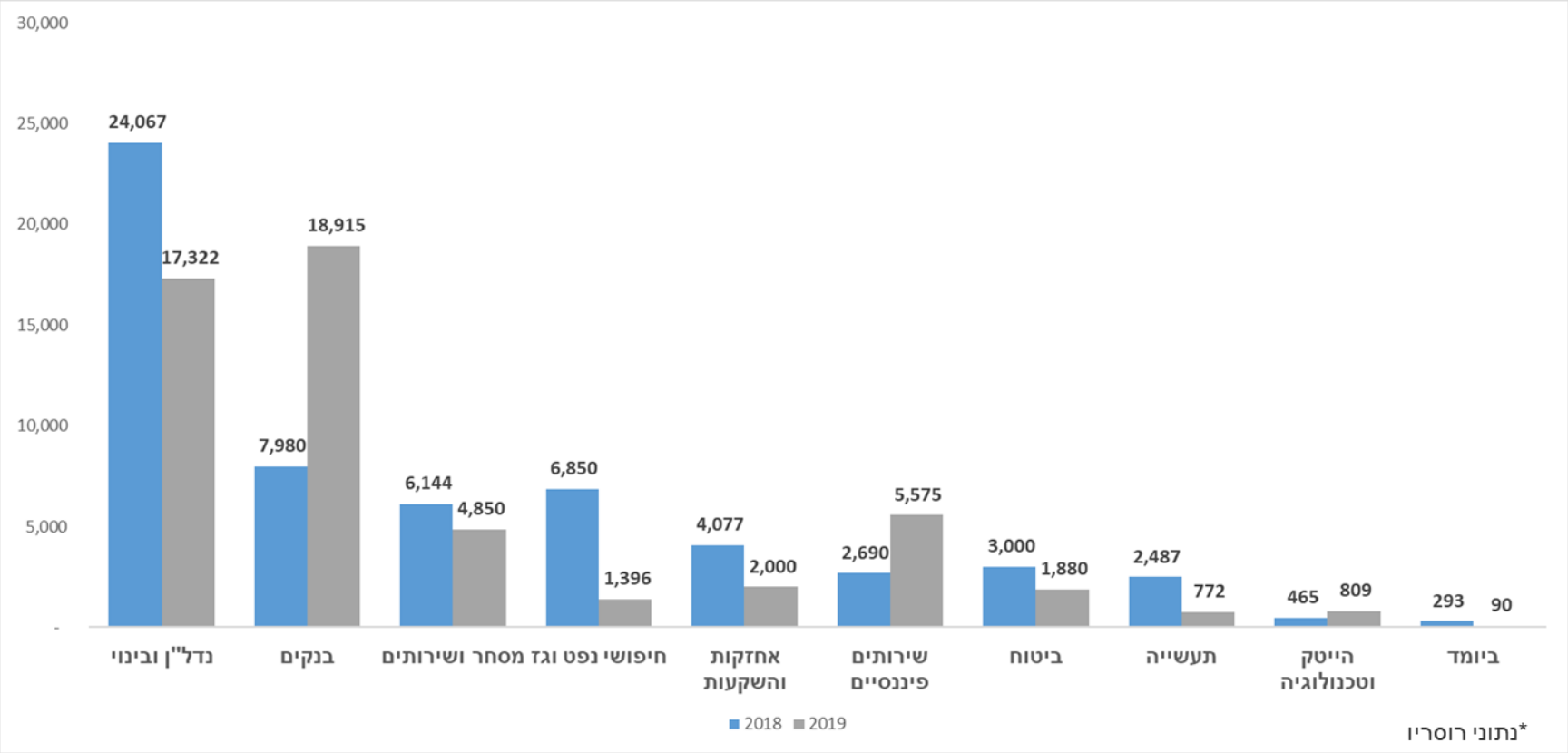
כ 59 מיליארד שח ניתנו עי 5 הבנקים הגדולים

- בין 2009 – 2017 נמחקו 19 חברות נדלן מניב (10 נמחקו עקב הסדר חוב)

רקע

בנק ישראל הזהיר כי "מאחר שבישראל קיים מחסור בנתונים - כגון מחירי הנכסים ושיעורי התפוסה ודמי השכירות למ"ר, ניתן לנתח את המגמות בו רק בדיעבד ועל יסוד הדו"חות הכספיים. הדבר מקשה על הניסיון לזהות מבעוד מועד אם מתפתח סיכון מערכתי".

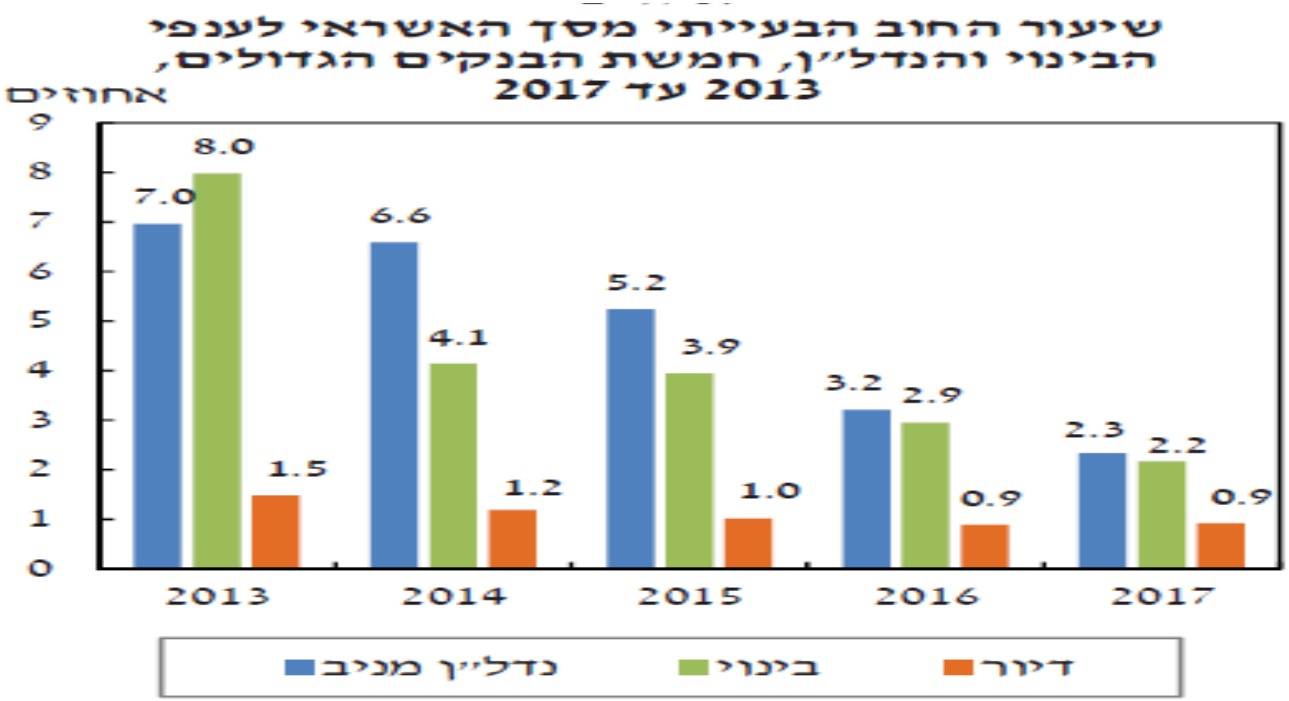
היקף גיוס האשראי לנדלן 2019



*לא כולל הנפקות פרטיות

*נתוני 2019 מעודכנים עד ליום 05/12/19

שעור החוב הבעייתי מסך האשראי לענפי בינוי ונדל"ן



המקור: דוחות כספיים לציבור ועיבודי בנק ישראל.

הבורסה מחלקת את תחום הנדל"ן בין פילים ואריות

- החל מה-9 לפברואר 2020 יפעלו שלושה מדדים חדשים: **מדד ת"א-בנייה**, **מדד ת"א-מניב ישראל ומדד ת"א-מניב חו"ל**; משקלי המניות במדדים יפורסמו בתחילת חודש מרץ
- רף הכניסה לתת-ענף נדל"ן מניב יהיה לחברות שיעמדו בשני הקריטריונים הבאים במצטבר: 60% ומעלה מהכנסות החברה על פי דו"חות כספיים מאוחדים שנתיים יהיו מעסקי נדל"ן מניב, וגם 60% ומעלה מנכסי החברה על פי מאזן מאוחד שנתי של החברה יהיו נדל"ן מניב.
- ענף הבנייה בעצם יקבל את כל השאר. כלומר יהיו בו חברות שבעיקר עוסקות ביזמות בנייה, קבלנות, התחדשות עירונית (תמ"א 38) ותשתיות. אבל הוא גם יכלול חברות שבהגדרה לא נכנסו לתוך ענף הנדל"ן המניב.

הבורסה מחלקת את תחום הנדל"ן בין פילים ואריות

- פיצול ענף נדל"ן ובינוי לתתי-ענפים יאפשר להשיק בעתיד גם מדדים העוקבים אחר כל תת-ענף בנפרד
- בנדלן מניב אין את סיכון ההקמה. יש מדיניות חלוקת דיבידנדים(דומה לאג"ח)
- המדדים : **תת ענף נדל"ן מניב בישראל** בו ייכללו חברות נדל"ן מניב שעיקר עסקיהן בישראל, הצפוי לכלול 27 חברות מניות, ששווי השוק הכולל שלהן כ-114 מיליארד שקל. **תת ענף נדל"ן מניב חו"ל**, בו יכללו חברות נדל"ן מניב שעיקר עסקיהן בחו"ל, שצפוי לכלול 17 חברות מניות, ששווי השוק הכולל שלהן כ-30 מיליארד שקל. **תת ענף - בניה** : יכלול 40 חברות מניות, מתוכן 30 חברות הכלולות במדדי הבורסה ששוויין הכולל הוא כ-18 מיליארד שקל.

הבורסה מחלקת את תחום הנדל"ן בין פילים ואריות

חברות הנדל"ן היזמי והנדל"ן לבנייה השאירו אבק לנדל"ן המניב

מה היו עושים המדדים לו הוכנסו בתחילת 2019

	ת"א־בנייה	ת"א־מניב ישראל	ת"א־מניב חו"ל
תשואה אינדיקטיבית מתחילת שנה*	99.96%	66.70%	44.61%
שווי שוק במיליארדי שקלים	24.69	117.53	30.90
מניות בולטות ומשקלן	שיכוי ובינוי, אשטרום קבוצה, דמרי, ישראל קנדה, אזורים **משקל: 5% כל אחת**	עזריאלי, מליסרון, אמות, אלוני חץ, איירפורט סיטי **משקל: 5% כל אחת**	גזית גלוב, אפי נכסים, אלרוב נדל"ן, סאמיט, בראק אן.וי **משקל: 10% כל אחת**

*על בסיס תשואה משוקללת של המניות הצמיות להיכלל במדד ביחס למשקלן, נכון לסוף יום המסחר 22/12/2019

נדל"ן מניב

ביקושים משתנים

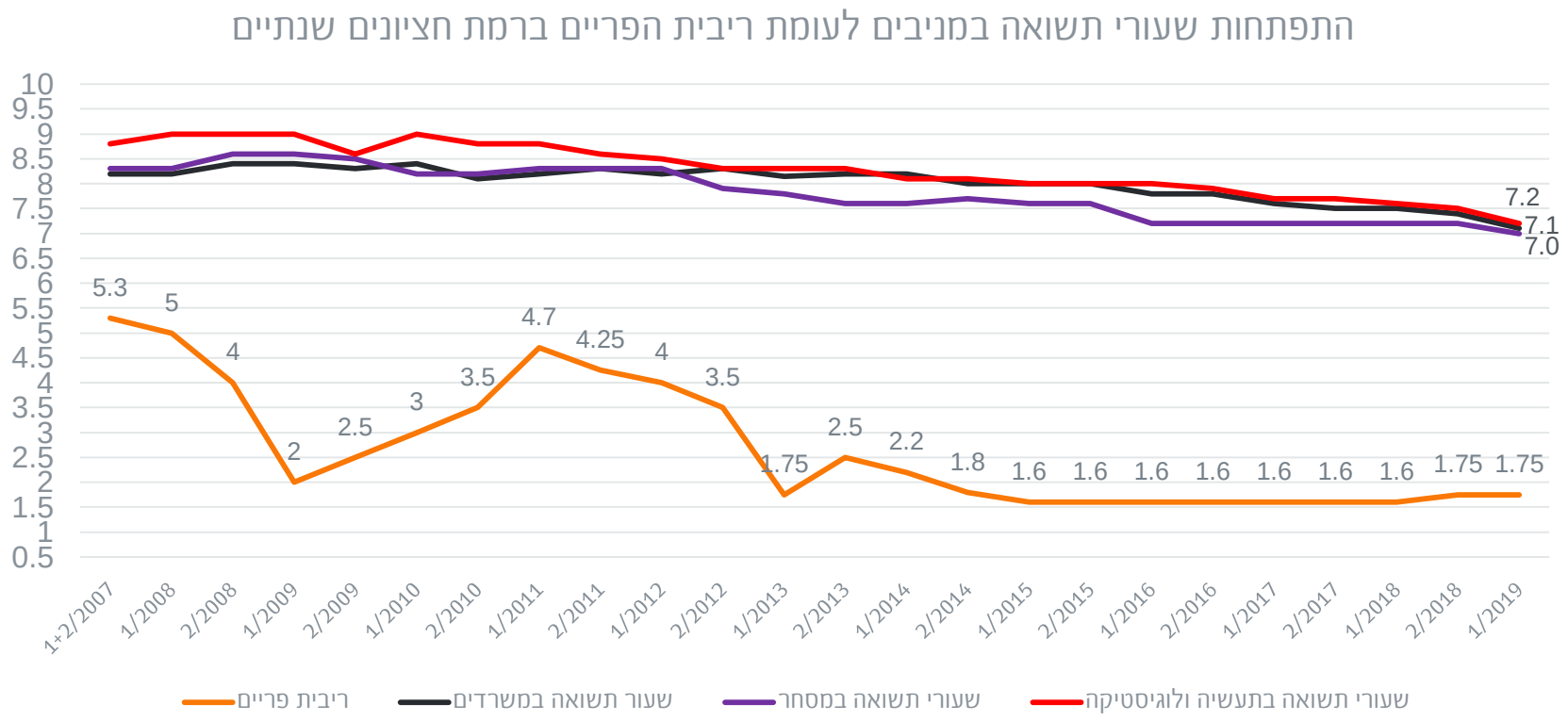
- בשנים 2009-2017 חל גידול בשטחי הנכסים המניבים (במונחי מ"ר) בעיקר גידול למשרדים (הייטק) ותעשיה (לוגיסטיקה).
- שינוי בהיקפי הצריכה ברשת ובכלל וטכנולוגיית המידוף המתקדמת הפכו את ענף המרכזים הלוגיסטיים לענף בצמיחה משמעותית.
- במקביל הביקוש לשטחי מסחר עשוי לרדת. ההשלכות עשויות להיות בירידה בשכ"ד ובשיעורי תפוסה....ופגיעה בתזרים המזומנים.
- הענף מושך היום חברות נדל"ן גדולות, משקיעים ואפילו קבוצות רכישה
- ייתכן כי הגיאות במחירי נכסים משקפת את הפרו מחזוריות של ענף הנדלן המניב.

נדל"ן מניב

השפעת הריבית על השוק

- סביבת ריבית נמוכה הינה גורם מאיץ לשוק המניבים, מעודדת השקעות בתחום ומאפשרת מיחזור החובות בתנאים נוחים וזאת לאור הפער שנוצר (העודף למשקיע) בין שיעורי התשואה על הנכסים ביחס להוצאות המימון.
- עליית הריבית בטווח הארוך עשויה לחשוף את המשקיעים לקושי ביכולת החזר החובות במידה ולא דאגו למנגנוני הגנה ראויים.

התפתחות שעורי תשואה במשרדים, מסחר ותעשיה לעומת ריבית הפריים*

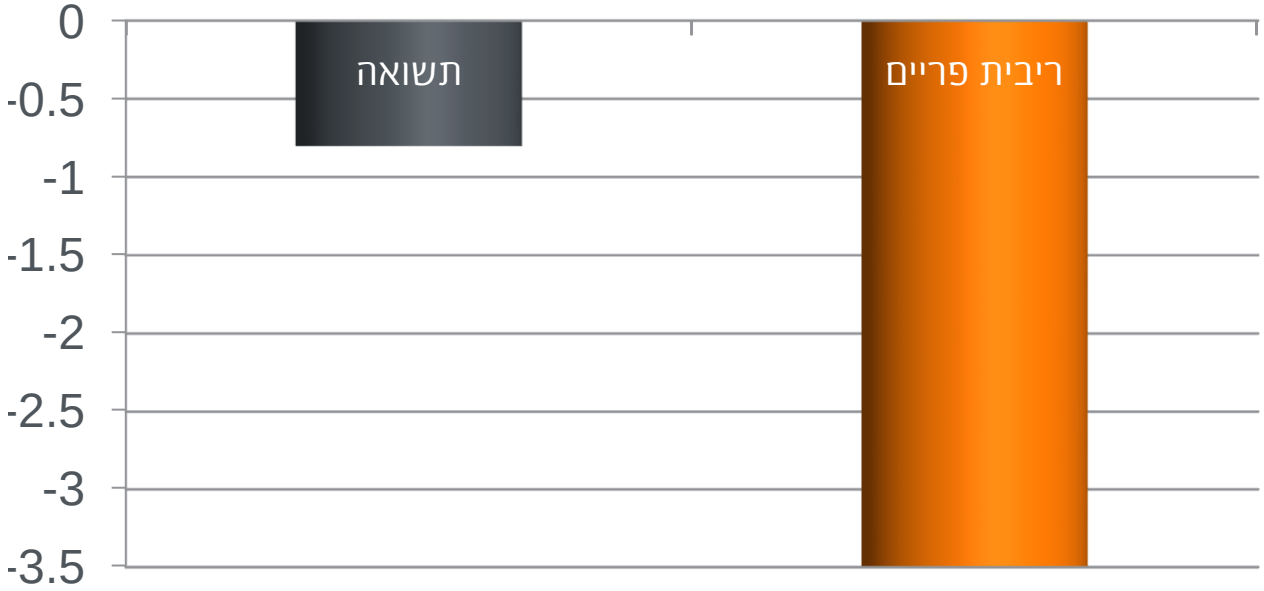


*נתוני השמאי הממשלתי

סיכום :

בממוצע ריבית הפריים ירדה ב-3.5%

התשואה ירדה ב-0.8%-1.3% בלבד



עסקאות

תאריך	הנכס	שטח מגרש	שטח בנוי	התמורה	שעור הזכויות שנרכשו	שיעור תשואה	פרטי שכירות
יונ-19	נכס לוגיסטי במודיעין		59,000 מ"ר	470 מיליון	100%	5.00%	מושכר לדואר ולחברה נוספת
ספט-19	קניון קרית אונו		23,000 מ"ר שטח הקניון	545 מיליון	50%	5.90%	
אוק-19	מרלו"ג של טבע בשוהם	77 דונם	50,000 מ"ר בנוי + כ - 41,000 מ"ר זכויות בניה	445 מיליון	100%	5.50%	מושכר לטבע תמורת 22 מיליון ₪ בשנה ל - 10 שנים
עתידי	קניון רמת אביב		32,000 מ"ר שטח הקניון	3 מיליארד	27%	נמוך מ - 5%	
ינו' -20	4 קומות משרדים במגדלי חג'ג ברחוב הארבעה נרכשו ע"י כלל ביטוח		קומות 35-38 למשרדים בשטח של כ - 5,000 מ"ר + 60 חניות ומחסנים	129 מיליון	100%	5.00%	מושכר לרפאל בכ - 6.5 מ'₪ לשנה
ינו' -20	ורטהיימר מוכרת שלושה מתחמים הממוקמים באזור התעשיה תפן ומתחם נוסף בנהריה נרכש ע"י קרן ריט	166 דונם	82,500 מ"ר	635 מיליון + הוצאות ע"ס 39 מיליון ₪	100%	7.60%	דמ"ש שנתיים של כ - 48 מיליון ₪ מושכר לחברה טכנולוגית להבים וחברות בנות ל - 9.5 שנים
25/02/2020	בניין משרדים בן 3 קומות ברעננה	3 דונם	4,500 מ"ר + 40 חניות עליות	51,000,000 ₪	100%	7.00%	המבנה מושכר ל- 14 שוכרים כששיעור התפוסה כיום הינו כ- 94% . ה- NOIהשנתי הצפוי לחברה מהממכר עם השכרתו המלאה מוערך בכ- 3.6 מילון ש"ח בשנה

עסקאות

תאריך	הנכס	שטח מגרש	שטח בנוי	התמורה	שעור הזכויות שנרכשו	שיעור תשואה	פרטי שכירות
17/12/2019	3 קומות משרדים במגדל פלטינום ומרכז מסחרי שכונתי בבני ברק			66 מ' עבור קומות המשרדים 85 מ' עבור הנכס המסחרי בבני ברק		6.92%	עסקה לרכישת קומות 4, 15 ו-16 במגדל פלטינום בתל אביב ו-59 מקומות חניה בתמורה לסך של 66 מ' ₪ + מע"מ. בנוסף מרכז מסחרי שכונתי בבני ברק בשטח של כ-4,000 מ"ר ו-53 מקומות חניה בתמורה לסך של 85 מ' ש"ח+ מע"מ. הנכסים מושכרים בשיעור תפוסה של 100% בהסכמי שכירות שונים ל-12 שוכרים לתקופות של 1-7 שנים+ אופציות. ה- NOIהחזוי מהעסקה הינו 10.45 מ' ש"ח (מגלם שיעור תשואה שנתי של 6.92%).
17/02/2020	חברת מישורים מוכרת מבנה בן 6 קומות בפתח תקווה, כשבקומת הקרקע חנויות ובקומות העליות משרדים			43 מיליון	100%	6%	הנכס כיום בתפוסה של כ- 83% ומייצר הכנסה שנתית של כ- 2.6 מיליון בשנה

מכפילי ההון משקפים אחוז היוון גבוה? *

מכפילי ההון של חברות הנדל"ן
גבוהים ברמה היסטורית

חברה	מכפיל הון	שיעור היוון נגזר מהשוק	תשואה בספרים	פער
עזריאלי	1.90	4.5%	7.3%	2.8%
מליסרון	1.70	5.6%	7.1%	1.4%
אמות	1.87	5.3%	7.0%	1.7%
גב ים	2.53	5.1%	7.5%	2.4%
ביג	1.59	6.0%	7.6%	1.6%
ריט 1	1.60	5.4%	7.2%	1.9%
סלע נדלן	1.44	5.7%	7.3%	1.7%
מבני תעשייה	1.40	5.5%	7.7%	2.2%
מגה אור	2.39	5.0%	7.5%	2.5%
איירפורט סיטי	1.24	5.8%	7.9%	2.1%
רבוע נדלן	1.47	5.5%	6.8%	1.3%
ממוצע	**1.74**	**5.4%**	**7.4%**	**2.0%**

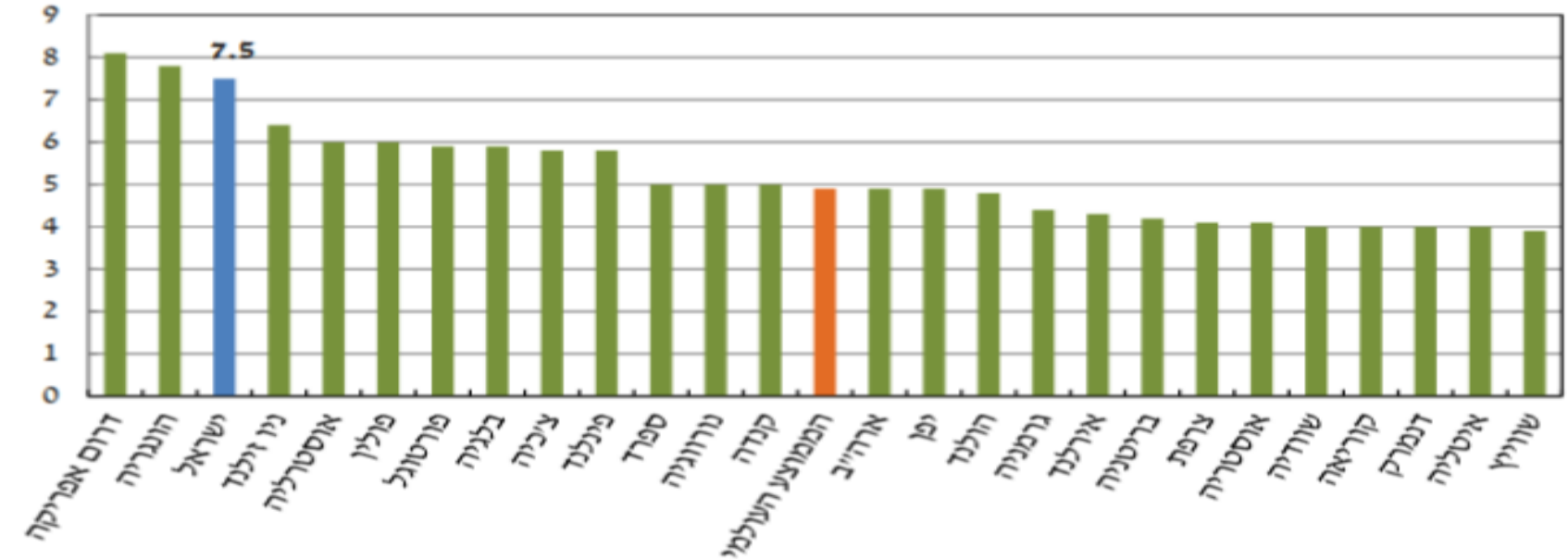
מכפילי ההון של חברות הנדל"ן

מכפולי הון גבוהים של כ 1.74%- האם הם משקפים כי השוק מתמחר את נכסי חברות הנדל"ן בשעורי היוון ממוצעים של כ-5.5% בעוד שבדוחות הם ברמות של 7.4% בממוצע ?

*גלובס 24.2.20

שיעורי היוון בעולם

שיעורי התשואה מנדל"ן מניב במטבע מקומי, לפי מדינות[1], 2017



[1]הנתון על ישראל שווה לממוצע הפשוט של שלושת סוגי הנכסים המניבים באיור 4.

המקור: MSCI, KTI.

סיכום

- יש לבחון כל עסקה לגופה
- העסקאות האחרונות אינן בהכרח מייצגות, חייבים להמשיך ולעקוב אחר התשואות בשוק לפני שמבצעים הפחתה בשיעורי ההיוון
- לאיתנות הפיננסית של השוכר, תקופת השכירות המובטחת, דמי שכירות מתחת לשוק, אחוזי תפוסה , שכ"ד בחוזים שהתחדשו לאחרונה ועוד שיקול מהותי בקביעת אחוז ההיוון
- משרדים וותיקים ? משרדים חדשים ? גלים של השוק (משרדים בבורסת היהלומים)
- **עלויות התאמה** (נחשבים להשקעה ומופיעים במאזן) האם ה NOI אחרי עלויות התאמה ?
- הענף נחשב ליותר "מסוכן" מענף הנדל"ן למגורים וגם תמחור העסקה בבנקים מתחשב בנושא זה

תודה על ההקשבה