

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

סיכום דיון

מסמך זה מהווה את תמצית הדיונים של "פורום שווי הוגן" מתוך מטרה לשתף את הקהל הרחב בעיקרי הדברים. בקריאת המסמך יש להביא בחשבון שמדובר בתמצית הדיון ולא בפרוטוקול מלא. בהתאם למדיניות הפורום, הדברים מובאים שלא בהכרח בציון שמות כל הדוברים. יודגש כי הדברים מייצגים את עמדותיהם האישיות והמקצועיות של חברי הפורום ואינם מייצגים בהכרח את העמדות הרשמיות של הגופים אליהם הם משתייכים.

תאריך המפגש: 13 ביוני 2019

נושא המפגש: "כניסת אמזון והמסחר המקוון: השלכות על הקניונים ומרכזי המסחר בישראל ושוויים".

אורחים שנכחו בדיון:

ירון אשל (גזית גלוב), שמוליק ווינשטיין (רשות המיסים), אביטל וינרב (רשום המיסים), אילן מויאל (רשות המיסים), פבלו סלבין (רשות המיסים), אלון טישלר (BDO), דברת אולפינר (גרינברג אולפינר ושות'), יהודית זינגר (אמות), אבי חלפון (אמות), יניב מלמוד (קרן אלטו), נדב ברקוביץ (IBI), צבי אהרונוביץ, רענן דוד (ברק פרידמן קפלנר שימקביץ ושות'), עומר וונש (מגדל), רן גולדשטיין (מדרוג), שלומי ינאי (RIS) אפרת טולקובסקי (IDC), דנה טבת (IDC), עמנואל אבנר, אילן דין (רשות המיסים), ירון ספקטור, אליהו סופר (EY).

נוכחים: פרופ' אמיר ברנע, רו"ח שלומי שוב, רקפת שני, אולגה אלכסייב (EY), איתי קדמי (בנק ישראל), גל עמית, גיקי אהרון (MVP), דורון גיבור (Deloitte), אבי לוי (מליסרון) ודים פורטנוי, יבגני אוסטרובסקי (רשות ניירות ערך), כפיר קלדרון (S-CUBE), משה פרידמן (ברק פרידמן קפלנר שימקביץ ושות'), נדב שטינברג (בנק ישראל), נטע ורדי (בנק ישראל), סבינה בירן (MVP), צחי זנזורי (מגדל), קים שהם ניר (הכשרת היישוב), יניב פגוט (איילון), שי קומפל (מנורה), אסתר גילעז-רן, חאגי יחיא סאמר (IDC), אלון גלזר (לידר שוקי הון)

צוות מקצועי: גל אקריש, עדי פליישר, סתיו אבישר.

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

שלומי שוב

בוקר טוב, אנחנו רוצים לדון הבוקר בהשלכות של כניסת האון-ליין, המסחר המקוון, ואולי גם לפי השמועות בגישושים של אמזון. אני לא יודע אם היא תיכנס או לא, לא בטוח שזה כל כך כדאי לה ואם מישהו יודע יותר אנחנו נשמח לשמוע. בכל מקרה, לא נראה לי שניתן להתעלם מהמגמות של המסחר המקוון ובכלל השינוי בהתנהגות הצרכנית ומאוד מעניין אותנו לדון היום בהשלכות של כל אלה על הקניונים והמרכזים המסחריים בארץ, כפי שהדבר צריך להתבטא גם השווי שלהם.

נתחיל בכך שהתפרסמו לא מזמן התוצאות של הרבעון הראשון של שנת 2019. אנחנו רואים איזשהו מצב של חוסר הלימה: מצד אחד חברות האופנה שאנחנו יודעים שהן מאכלסות דומיננטיות מאוד בקניונים מציגות תוצאות חלשות יחסית. לשם המחשה מתוך הסתכלות פשטנית על ימי המלאי של חברות האופנה הגדולות, אנחנו רואים שיש חברות אפילו שמחזיקות מלאי לכמעט חצי שנה, כאשר אנחנו רואים גידול בימי המלאי בכלל החברות. לאור השתנות של הרגלי הצריכה, במיוחד בקרב צעירים, החזקת מלאי לתקופות כה ארוכות היא לא דבר טריוויאלי בכלל. מצד אחד יש איתותי מצוקה מתוך הדוחות הכספיים של חברות האופנה ומצד שני בחברות הקניונים אנחנו מקבלים מצג שהוא אולי אפילו הפוך. קיים כאן לכאורה חוסר הלימה, נרצה לדון אם הוא באמת קיים ואם כן מה עומד מאחוריו. אנחנו בכלל מבינים שהתחום של קמעונאות, במיוחד האופנה, עובר טלטלה. יש את גם את המגמה של האון-ליין, מגמות הצרכניות, השלכות המס לרבות יתרונות המס בהזמנות מחו"ל, מגמות של רכישות של ישראלים בחו"ל עם השמיים הפתוחים והוזלת הטיסות, ובכלל גם שמעתי לאחרונה טענה שבכלל הצריכה של אופנה נמצאת במגמה כללית של ירידה, שזו גם שאלה מעניינת. יש פה גם לא מעט השפעות פסיכולוגיות ברקע שיכולות להיות מאוד מעניינות.

אנחנו הזמנו לדיון הזה היום גם מומחית לשיווק כדי לשמוע את הצד הזה, הרי יש פה חיבור מעניין של כל מיני תחומים. עם הזמן אנחנו רואים שתחומים נפגשים אחד עם השני ונראה לי שזה אחד הדיונים שבסופו של דבר הערכות השווי והדוחות הכספיים מתחברים יחד עם התחזיות וההסתכלות הצרכנית על מה הולך להיות בעתיד. בחברות און-ליין כמו עדיקה ההשתנות מאוד מהירה, מחזיקים מלאי לימים ספורים, זה DNA שונה לגמרי מחברות האופנה המסורתיות. השאלה המתבקשת היא מדוע לכאורה החברה המסורתית לא תבצע שינוי והתאמה לצרכים החדשים, לאון-ליין - זה בכלל לא דבר טריוויאלי כי זה DNA אחר. בהחלט יכול להיות שזה שחברה מסוימת צברה ניסיון, לא רק שזה לא עומד לזכותה בהתאמה לצרכים החדשים, אלא יכול להיות שזה עומד אף לרעתה. אנחנו מכירים את התופעה הזאת גם מתחומים אחרים. מצד שני נתוני השוק של חברות הנדל"ן תומכים לכאורה בשווי של הקניונים. אני חושב שאולי אמיר יתייחס לזה, אבל מכפילי ההון, גם אם מנטרלים את התחייבות המיסים הנדחים, גדולים מאחד וזה מציג אמון של השוק. אבל גם כאן עולה שאלה עד כמה באמת הערכות השווי אכן נאותות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

על רקע העובדה שאין כמעט נתונים על עסקאות בפועל. יש טענה ששיעורי ההיוון שבהם עושים שימוש השמאים הם שמרנים מידי. בהקשר זה אני מניח שנשמע פה היום אנשי עסקים שמאשימים גם את השמאים באי ביצוע עסקאות. מצד שני יש טענה שבאה ואומרת שה-NOI הקיים מוטה כלפי מעלה כי בעלי הקניונים נותנים כל מיני הטבות אחרות לקמעונאים כדי לשמר את דמי השכירות בסכום הגבוה וכדי לא לפגוע בשווי שלהם. אז יש איזשהו אפקט של קיזוז שאותי הוא מטריד. אגב אנחנו גם רואים שהכל מאוד סטאטי ואין תנודות. אני דווקא הייתי מעדיף שהדיווחים יהיו יותר אותנטיים ושהשווי יעלה או ירד זה לא משנה הכיוון, אבל שהוא יהיה יותר רגיש לשינויים. הדברים האלה נכונים בכל עת אבל אני חושב שהם מקבלים משנה תוקף כשאנחנו בתקופה של שינויים ובשאלה איך השינוי הזה הולך להשפיע. אני לא חושב שלמישהו פה מסביב לשולחן יש ספק שיהיו פה שינויים, זאת אומרת שהתמהיל הקיים, המבנה הקיים של הקניונים כנראה שלא יישאר, ואיך באמת הערכות השווי צריכות להתאים את עצמן לשינויים האלה, בין אם זה שינויים למתחמי פנאי, בין אם זה קניונים שיכול להיות באזורים מסוימים שרוויים או באזורים מרוחקים. אני מניח שיש פה הרבה הבדלים שקשורים למיקום של הקניון ולתפיסה שלו. גם עולות פה שאלות של הערכת שווי מלאה, של DCF, של CAPEX, של התאמות שצריך לעשות לקניונים. צריך לזכור שחלק ניכר מהערכות השווי מתבצעות בפרקטיקה לפי שיטת המכפיל שזו שיטה פחות מדויקת מ-DCF מלא ויכולה להיות פחות רגישה לשינויים.

זה למעשה הנושא העיקרי שנמצא פה על השולחן היום. אנחנו מודעים לתרחיש האימה שקרה בארה"ב עם הקניונים. אנחנו נשמע עליו וחלק מהדיון באמת יהיה על מה יקרה פה, לא בטוח שמה שקרה שם יקרה פה. יש הבחנה מעניינת שגם שווה לדבר עליה בין קניונים סגורים לבין מרכזים מסחריים, מבנה העלויות שונה מאוד, התמהיל גם של השוכרים שונה, תמהיל קמעונאות האופנה נמצא הרבה יותר באופן יחסי אני מניח בקניונים הסגורים מאשר במרכזים המסחריים. אגב יצא לי לראות את הנתונים של RIS לחודש מאי האחרון, לא יודע אם נכון להסתכל על חודש אחד, אבל עדיין הנתונים שמתקבלים הם לא נתונים מעודדים מאוד. השאלה אם זה רק משהו חד פעמי או משהו שימשך. מסביב לשולחן נמצאים פה, חוץ מהחברות הקמעונאיות במיוחד מתחום האופנה שניסינו להזמין אותן והן לא כל כך רצו לבוא, כל הגורמים הרלוונטיים.

אמיר ברנע

אני מצפה שהדיון כאן יספק תשובות לשאלות: האם כל השפעת המסחר המקוון היא בבחירה קמעונאי מול מקוון, או בתוך המגזר הקמעונאי מרכזי קניות מקורים או קמעונאי פתוח ויותר זול. או שכל השאלה היא בעצם תמהיל העסקים בתוך מרכז קניות מקורה, האם זה עובר לתמהיל יותר שירותי ופחות ביגוד ואביזרים. אני בוחן את שווי השוק שחל חברות בעלות מרכזי קניות מקורים. אני זוכר תקופה ששווי שוק היה נמוך יותר מההון העצמי בחברות אלה. קחו מדד שווי כמו של נכפיל הון, או MARKET/BOOK, ויתקבלו מספרים בין 0.8-1.7 כשהרוב המכריע הוא

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

מעל 1, מה ההסבר למכפיל שווי מעל 1, בכל הרשימה של כל חברות הנדל"ן האלה. הוזכר נימוק אחד - מיסים נדחים, כנראה הציבור לא מתייחס להתחייבות הזו בתור התחייבות אמתית אלא כחלק מההון העצמי. אם נצרף את המיסים הנדחים להון העצמי אולי זו אפילו קצת הגזמה, בכל זאת אולי פעם יממשו איזה נכס, מוצאים שבאמת הפער מתכווץ בהרבה ו-1.3 הופך ל-1, 1.7 הופך ל-1.2, זה הסבר אחד. ההסבר השני שחשבתי עליו הוא נושא הפיתוח, כלומר הצמיחה. האם בתוך הדוחות הכספיים יש פוטנציאל צמיחה, נכסים שלא מגיעים למיצוי עדיין ובעתיד. אז יש ניתוח של הדבר הזה, של הפיתוח, כמה מתוך הפעילות של החברה הזאת יש בה פוטנציאל גידול שהוא גם חלק מהערכת השווי. ההסבר השלישי הוא כמובן תמהיל העסקים של חברת הנדל"ן. אנחנו רואים פערים בין החברות בניתוח המגזרים. קיימת חלוקה בין משרדים, מרכזי קניות לסוגיהם ופעילויות נוספות כמו דיור מוגן בעזריאלי וכאלה. זאת אומרת האם התמהיל הזה הוא הסיבה שמסבירה את פערי השווי. וההסבר הרביעי שעלה האם השמאות לא משתמשת במחירי היוון שהם גבוהים יותר ממחירי היוון שמשמש בהם הציבור, ולכן הפער הזה נובע פשוט משמרנות במחירי היוון. אני זוכר בזמנו מחיר היוון מקובל של 7.75%, כאשר לזכרוני הקניון ברמת אביב נמכר לפי 5% אם אינני טועה.

אבי לוי

לא, לא, 7.5%.

דברת אולפינר

7.25%

אבי לוי

אני קניתי, אני יודע.

אמיר ברנע

אני אומר ניסיתי לראות הסברים ולא הצלחתי, לא הצלחתי ממש להסביר פרמטר השווי הזה של MARKET/BOOK. מינוף חשבתי אולי, יש לנו פערים במינוף, אם נניח עזריאלי במינוף נמוך יחסית ומליסרון במינוף גבוה יחסית, עזריאלי ב-1/3 מינוף ומליסרון ב-1/2 מינוף, האם זה מסביר? האם המינוף הוא תורם שווי? לא הצלחתי להסביר. בסך הכל בגדול יש לנו פה איזשהו אלמנט של השוואת עלויות, ברור לגמרי שמסחר מקוון חוסך בשכר דירה, בהוצאות מלאי, אולי יש לו גם איזושהי העדפת מס בארץ שהוזכרה קודם. מצד שני יש עלויות למסחר המקוון שהן משמעותיות, החזרות באחוזים גבוהים, הוצאות משלוח וכאלה. האם בסך הכל פה לא יקבע איזשהו איזון, שווי

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

משקל, שבו כל המערכת הזאת תהיה מערכת מגוונת שיהיה בה גם מסחר מקוון, גם מסחר תחת תקרה, גם מסחר במרכזי קניות פתוחים. כל הדברים האלה אולי בתמהיל עסקים אחר שהשירותים יתמקדו במקום אחד ואולי האופנה במקום אחר, אולי המקוון יתמחה במוצרים סטנדרטיים יותר ובסך הכל אנחנו הולכים לקראת איזשהו שינוי משקל שבו מתחלק השוק הקמעונאי.

יניב מלמוד

אני אחד משני המייסדים של אלטו, עוד מעט אנחנו נחוגג עשר שנים. אנחנו עוסקים בתחום אחד פחות או יותר – המרכז העסקי הפתוח, המסחרי, שזה לא ה-MALL. הנושא של המצגת הזו זה לא שוק ההון וגם לא ממש בישראל. ההבנה של ישראל היא מאוד קטנה ואנחנו עוסקים רק בארה"ב. אסור לשכוח שמדברים על האיקומרס ומה הולך להיות. באופן כללי, אז עדיין רוב משלוחי האון-ליין לישראל אפילו עכשיו, הרוב זה לא TWO DAYS FREE SHIPPING. בארה"ב ב-2003, היה בין יומיים לשלושה לרוב המוחלט של ארה"ב משלוח בחינם. בישראל, אצלנו אנחנו תכף ב-2020 ואנחנו לא שם, זה לוקח הרבה יותר זמן עם אמזון, בלי אמזון. אבל נכון לעכשיו עוד ייקח לנו זמן רב עד שנהיה שם כמו ארה"ב, שדרך אגב היא הקדימה מאוד את אירופה. אפשר לראות מה קורה בארה"ב ולשער מה יהיה פה עם כל מיני הבחנות שיש לעשות. העולם הולך לשם, ושם יש להם 20 שנות ניסיון עלינו.

אם אני שואל את הבן שלי או אשתי או חבר שלי מה אחוז האון-ליין בארה"ב, מזכיר לכם 20 שנה, הם אומרים 20% או 30% ואפילו יותר. אבל זה קצת יותר מ-10% וזה יהיה תוך שנתיים גם 13.7%, שזה המון מתוך העוגה, אבל עדיין זה לא 30-40%. לאיקומרס אני חושב, זה לא או האון-ליין או הקמעונאות המסורתית. בישראל כשאתה בא למוכר בנייקי ואתה אומר לו - מה אם אני עושה הזמנה דרך NIKE.COM, זה יגיע הנה ואני אאסוף, הוא מסתכל עלייך ואומר – שם זה שם, ופה זה פה, זה אותו נייקי אבל זה לא אותו נייקי.

בארה"ב זה לא ככה, בארה"ב זה צוות אחד, לולמארט לא אכפת אם אתה עושה את זה און-ליין או בא לסניף וקונה, בסוף הם מסתכלים על הכל יחד, זה כאילו הוליסטי ושם זה הולך להיות. עכשיו לא הכל יכול להיות שם ולכן האחוז הזה הוא קטום איפשהו, זאת אומרת יש לו גבול.

זה שקף שלא כולם יאהבו אבל הוא מציג את שלוש הסיבות הגדולות למה יש לנו את העניין של ה-DEAD MALLS בארה"ב, יש עוד אבל אלה העיקריות. אחד, תחשבו על זה שנייה, פעם זה היה הכי נוח וקל ללכת לקניון ותוך שעה-ארבע שעות היית יכול לקנות הכל באותו מקום, זה היה מאוד נוח. ארה"ב חיה על שני דברים – אחד שיהיה להם מאוד נוח והשני שיהיה מאוד זול, חשוב לזכור את זה. והוא כבר לא נוח, הרבה יותר נוח לעשות את הקניות דרך הצג של המחשב, האיפד או מה שזה לא יהיה. המסחר הוא הרבה יותר, הקנייה יותר מושכלת ובסוף זה גם מגיע אלייך הביתה. שתיים, שזה אחד המאפיינים שמאוד שונים מישראל - יש משהו שנקרא תור הזהב של ה-

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

DEPARTMENT STORES שהוא הולך יחד עם הקניונים. ה-DEPARTMENT STORES, גיי סי פני, סירס ומייסיס הם הגדולים ויש גם עוד כל מיני כמו בל, או נורדסטרום. אבל תור הזהב שלהם היה בשנות השישים עד בערך תחילת שנות התשעים, זה הלך מאוד. בארה"ב לא יכולת לעשות בנייה של קניון אם לא היה לך שלושה עוגנים. כל עוגן של גיי סי פני, סירס או מייסיס הוא היה SQUARE FOOT BOX 100,000, שזה בערך 10,000 מטר, בדרך כלל בשני מפלסים או אפילו שלושה, הוא עצום. בלי זה לא היית יכול להתחיל לחשוב על הבנייה, הלוואה. אז לצורך כך נתת להם שכ"ד מאוד זול בשביל למשוך אותם. שכ"ד מאוד זול זה אומר כמו בערך, וזו לא בדיחה שמונה או עשרה שקלים למטר לחודש. ואז הם אמרו אני לא בטוח וכדומה אז אתה אומר להם אוקי שכר הדירה אפס, בו תיתן לי דמי הניהול, העיקר תהיה שם, אני מאוד רוצה אותך ואת התנועה של בני האדם. לאט לאט העניין הזה נהיה פחות אטרקטיבי, זה כמו שאני הולך היום בקניון רחובות כי אני גר ליד, יש את הסניף המשופץ של המשביר לצרכן ובערך 20-30 מטר משם יש H&M וזארה. כשאתה בא למשביר ואתה רואה שני אנשים ליד הקופה, הקופאית לא יודעת מה לעשות עם עצמה, זה לא מקום שכיף להיות בו והקהל גם לא בא לשם. לעומת זאת ב-H&M אתה רואה 18 אנשים בתור מסודר כמו נחש והכל אחרת. יודעים שאמזון עשתה את זה למשביר לצרכן. זה אחד הקונספטים שחשוב להבין שריטייל הוא לפעמים משתנה, למעשה הוא תמיד משתנה. ה-DEPARTMENT STORE הוא בדר"כ לא הכי יקר ואיכותי ונותן שירות ברמה גבוהה, והוא לא הכי זול, הוא בין לבין, והוא לא הולך. הוא הולך הרבה פחות. אז כשעוגנים שלך, שלושת העוגנים הגדולים ששכר הדירה שלהם הוא נמוך מאוד או אפס, הם לא מביאים את הקהל שפעם הם הביאו - זו בעיה מאוד גדולה. ובעיה שנייה היא שלחלק משאר השוכרים הקטנים יש הסכם שאם סירס עוזב אז הם גם עוזבים, ואז אפשר לראות ב-YNET או גלובס את התמונה המפורסמת מאוד של המזרקה השבורה בקניון וזה "DEAD MALL". שלוש, "זול זה השחור החדש" - בכל העולם וזה לא רק בתחום האופנה, תחשבו על זה שנייה גם ב-LOW COST FLIGHTS, לאנשים נשבר לקנות יקר, אם אתה יכול לטוס לא ללונדון ב-\$600 אלא ללוטון בשדה לא משהו, בשעה לא משהו, בלי אוכל, אתה יושב ליד השירותים, זה סבבה אם אתה טס ב-\$200. אותו דבר עם האופנה, אברקרומבי וגס, אתה יכול ללכת ל-FIFTH AVENUE לקנות סווצ'רט ב-\$100, אבל לאנשים נשבר כי הם יכלו ללכת 100 מטר באותה שדרה ליוניקלו לרכוש בערך את אותו סווצ'רט ב-\$39. לרוב הקניונים אין את "זול זה השחור החדש", מותגים שהם לא כל כך זולים, ודווקא המותגים שזולים הם לא בתוך הקניונים, למה? בעיקר כי גם פה בישראל אבל עוד יותר בארה"ב, שכ"ד הממוצע בתוספת עלות דמי הניהול, שזו עלות קריטית. תחשבו על קניון, בארה"ב קניון סטנדרטי הוא באזור של 70-80 אלף מטר, בערך פי ארבע מקניון רמת אביב. יש לו גג עצום שצריך לתחזק אותו, להחליף אותו, מיזוג אוויר, מעליות, דרגנועים, שטחים של שיש וזכוכית, את כל זה צריך לתחזק, מי שמשלם את העלויות האלה זה הדייר, זה בסוף COST+. עכשיו תחשבו שהמרכז פתוח - אין גג, מעליות, מיזוג אוויר, לא שיש, לא זכוכית, אז בסך הכל הנטל של שכר הדירה ודמי הניהול זה בערך פי שלוש יקר יותר בכל קניון מסוים מול הצד האחר של הכביש. מי שרוצה למכור בזול צריך שכר דירה נמוך, ששכר הדירה מול הפדיון יהיה יחסית נמוך, לכל תחום יש את היחס שלו ובקניון זה פי שלוש היום.

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

זה נתון שהרוב המוחלט של בני האדם לא יודעים אותו, גם בתוך ארה"ב, בסך הכל הקניונים הם לא ממש מעניינים. בסך הכל יש רק 1,040 בכל ארה"ב, זה הכל. ב-12 שנה האחרונות מ-2006 עד סוף 2018 נסגרו בערך 230 ונפתחו בערך שניים. לעומת זאת, הפתוחים נפתחו בערך 10,000 ויש כרגע 116,000. אז אם אתם חושבים על זה, הקניונים מול הפתוחים - הקניון הוא שחקן שהוא חשוב, אבל פחות ממה שאפשר לחשוב עליו. זה בלי לקחת בחשבון שיש גם מה שנקרא HIGH STEERT RETAIL, שזה ה-FIFTH AVENUE, כיכר המדינה או שינקין שזה גם תחום אחר. אז הקניונים עושים המון רעש בסרטים ובכל הכותרות ובסוף יש רק 1,000. ומתוך ה-1,000, יש גם את CLASS A או CLASS A+, נגיד קניון רמת אביב בתל אביב שמכוון לאזור עשיר, בארה"ב נגיד קניון AVENTURA במיאמי זה קניון של אוכלוסייה מאוד עשירה. אם אתם חושבים שמי שגר שם, ויש שם את לואי ויטון או טום פורד, הוא רוצה שיראו אותו נכנס אל החנות ואם הוא יקנה ב-SALE זה לא טוב, הוא צריך לקנות במחיר היקר ואין שום צ'אנס שהוא ינסה לחסוך 10-20% ולקנות את זה באמזון או במה שזה לא יהיה כי זה לא הקונספט. הוא רוצה לבוא לשם ושיגידו לו "היי, הנה השמפניה שלך, שב, אני איתך", זו האווירה, זה העניין. זה ה-CLASS A MALLS, זה מתחיל מעל 1000\$ ל-SQUARE FOOT לשנה, אבל זה מתאים לפחות או יותר המאיון העליון, אולי 2-3%. רוב ארה"ב, רוב הישראלים שמגיעים לארה"ב מגיעים לניו-יורק, בוסטון, וושינגטון, עושים קרוז בפלורידה, ואולי הולכים לסן פרנסיסקו, סן דייגו, לוס אנג'לס ואומרים שארה"ב מדהימה, זאת לא ארה"ב. ארה"ב זה כמו אזור נגיד פה צפון, זה כאילו מרחבים מאוד פתוחים. אין שם כאילו עו"ד שעובדים שם עד הלילה ועושים מיליון דולר בשנה, ההכנסה החציונית בשנה של אוכלוסיית בית של שני בני הזוג היא באזור ה-53,000\$ בשנה. אם הם לא יקנו בזול הם לא יקנו מספיק. אז אכן הם צריכים לקנות ב-CLASS B/C/D MALLS, אם הם באים לקניון פעם במספר שבועות. מי שבבעיה זה CLASS B/C/D, בעיקר C ו-D, נגיד אם יש איזשהו קניון נניח פה בהרצליה, יש פה קניון השני שהוא לא מצליח מהיום הראשון, והוא לא מצליח בלי קשר לאמזון.

אמיר ברנע

קניון ארנה

יניב מלמוד

זה קניון שנבנה לא טוב, התחבורה, אומרים שלא עושים קניות, הכל נכון. יש הרבה סיבות למה זה לא עובד. פשוט בסוף יש רק 1,040. לפי כל המחקרים PURE PLAY MALLS יישארו תוך 4-6 שנים יהיו בין 700 ל-800, זה המספר שיתייצב. למה בכל זאת החנות הפיזית היא חשובה? בארה"ב שוב, יש להם כל 10 שנים עוד 30 מיליון אנשים, זה די הרבה. גם ה-GDP PER CAPITA זה הבדל משמעותי מאוד בהשוואה לישראל. גם אחוז הצריכה שלהם הפרטית היא הרבה יותר גבוהה פר דולר. זה קצת יותר חשוב, מבחינת המכירות הקמעונאיות בארה"ב רואים עלייה מאוד

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

גדולה, יש יותר בני אדם, יש להם יותר הון, הם צריכים לחיות וזה מה שזה אומר, זו עליה מאוד גדולה, זה 5% בשנה, כולל המיתונים. זה שקף מאוד חשוב שלא מדבר על קניונים אלא על המרכזים הפתוחים והמשפט הזה הוא היסטורי, זה אומר שכל הריטייל אם אתם חושבים על זה, עובר אבולוציה מאוד גדולה. פעם 70% היה מה שנקרא הריטייל המסורתי, הביגוד, הוא היה 70% ממרכזי השוסטר של ארה"ב. זה פחות ביג, ביג בישראל, המרכז ביג יש לו המון אופנה, אפילו באשדוד יש אחד שזה השם שלו. אבל בארה"ב אתה לא בא למרכז הפתוח בשביל לעשות שם איזה קניות מי יודע מה של אופנה, אז זה כאילו יורד ויש מי שמחליף אותו. מי שמחליף אותו זה ה-SHOPPING CENTER, מה שנקרא השכונתי, הסטנדרטי. בגודל שלו הוא בערך כמו BOX אחד של סירס או מייסיס או גיי סי פני, זה בערך 100 וקצת אלף SQUARE FOOT. אידיאלי שזה יהיה בצורת ח', יכול להיות בצורת ר', נ' או ו', הוא כולל אזור של מסעדות ובגדול באזור ה-80% פלוס מינוס מיוחס ל-ECOMMERCE PROOF, למה? כי באזור ה-60% הם בכלל לא מוכרים מוצרים, אלא שירותים, שזה קריטי כי שירותים אתה לא יכול לצרוך דרך אמזון. השאר זה דברים של ה-DISCOUNTERS, שנגיע לזה עוד שנייה. הביגוד הוא באזור ה-10%, שהוא NON-DISCOUNT. מי החברה החדשים? תחשבו שנייה על הדור של הסבא והסבתא שלכם, מה מספר הפעמים שהם הלכו לבתי קפה, מזון מהיר, ומסעדות, שהם שלושה דברים שונים קצת. תחשבו שנייה על ההורים שלכם, תחשבו שנייה על עצמכם, ותחשבו שנייה על הבן שלכם בן ה-12. זה לא משנה איפה, זה לא משנה אם זה סין, הודו, ארה"ב או ישראל. אנשים הולכים הרבה יותר למקומות האלה והצמיחה שלהם מאוד גדולה. זה לא קשור לנדלין עצמו, אלא קשור לזה שבני אדם עושים יותר את הבילוי שלהם ואת האוכל שלהם בחוץ ושם זה מאוד זול גם. המזון המהיר הלא כל כך רע, אתה אוכל ב-2-4\$, זה יותר זול ולהכין ארוחת צהריים וזה יותר מהר. תחשבו שניה על STARBUCKS, עושים שם פגישות עסקיות, יש ויי-פי חופשי, תקנה שתייה פעם בשעה, אתה יכול לכתוב שם ספר, לעבוד כעצמאי, זה לא משנה – מאוד אוהבים את זה.

זה נתון קצת מורכב, זה ה-FOOD&BEVERAGE שכולל גם את הסופרים, תסתכלו על העלייה שלו לאורך השנים, זה נתון אחד על סופר שהגיע מהדוח של קרוגר שהוא אחד הסופרים הכי גדולים אם לא הכי גדול בכל ארה"ב. הם עשו בדיקה באזור ה-2-3% עושים הזמנות בקרוגר און-ליין מתוך כל הקניות, ואז הם עשו עוד בדיקה, ומתוך ה-3% האלה שעושים הזמנות און-ליין, 72% באו לסניף ואספו את המוצר, למה? כי UPS ו-FEDEX הן לא מלכ"ריות. כאשר יש איזשהו סוג של משלוח בחינם, זה מאוד זול לשלח את המוצר. אבל מוצרי סופר זה מאוד יקר לשלח אותם, כי זה חום-קור, הקפאה. אין דבר כזה משלוח חינם, תשכחו מהמושג הזה, מישו משלם על זה ועלות השילוח רק מתייקרת – המשאיות, הדלק, הנהגים, ההסמכות לנהגים, הביטוח, הגניבות. רוב ארה"ב זה נסיעות מאוד ארוכות וזה יקר. אני אראה לכם תמונה אחד מגניבה, זה מסניף שיש שם סופר של וולמארט, יש פה שני עובדים של וולמארט. אתה עושה הזמנה דרך האון-ליין ואז כמו תור לרופא אתה אומר שמחר בשעה ספציפית אתה מגיע. אתה בא עם האוטו, זה כמו תחנת דלק, העובדים שם מחכים לך עם הציוד שהזמנת, אתה אפילו לא מחנה ותוך כמה שניות הם

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

מכניסים לך את זה לאוטו, וזה לא עולה כסף. לכן, לאור זה שבארה"ב אנשים לא פראיירים ואוהבים מאוד שיהיה להם נוח וזול, האנשים באים למאחורי הסניף שליד הבית או ליד המשרד שלהם ואוספים את זה. גם אפילו STARBUCKS, תהיו בשוק שהם לא העתיקו מארומה, יש אפליקציה שהם יודעים מי אתה, אתה שם את האשראי שלך וכשאתה נכנס אליה עושים את ההזמנה דרכה, היא מציינת לך איזה סניפים קרובים אלייך ותוך כמה זמן זה יהיה מוכן, ככה אתה בא לעמדה של STARBUCKS כשזה מוכן. תמיד בסניף של STARBUCKS, ב-98% מהזמנים ששהיתי יש תור, כאן אתה לא עומד בתור, הכל אלקטרוני. אם אתם חושבים על זה רגע לעומק, הטכנולוגיה בכמה וכמה מהסקטורים של הריטייל היא עוזרת להם. יש מחלקה בתוך UBER שנקראת UBER EATS, אני לא יודע אם מישהו מכיר אותה, היא משלחת מזון. הייתי בפסטיבל רוק במדריד לפני שנה ובתוך השטח הגדול של הפסטיבל היו בני אדם עם תיק ענק ושם היה משלוח מזון, משתמשים בבני אדם שהולכים באופניים, בקיאקים, בטוסטוסים ובמכוניות. זה עובד ב-120 ערים בכל העולם וזה מגביר בצורה מאוד יפה את בתי הקפה, המסעדות, את הווליום שלהם בייחוד בשעות שאין בהן עומס. דרך אגב מי המתחרה מספר אחת של UBER EATS? אמזון מסעדות, שזו גם יחידה בפני עצמה.

עוד איזה עניין, תחום חדש לגמרי הוא תחום הבריאות ומכוני כושר, שזה אומר גם יוגה, ספינינג, פילאטיס. עד לפני עשר שנים אם הם היו אומרים לכל המרכזים הגדולים שהם רוצים להיות אצלם בסנטר, היו אומרים להם לא תודה, זה לא ממש ריטייל, זה לא מתאים בכלל. היום אתה מת שהוא יהיה אצלך, כי באים בין פעמים לשלוש בשבוע, באים בשעות הבוקר, הצהריים והלילה, ובאים בסופי השבוע. המודעות לבריאות מאוד גבוהה, צריכים את זה יותר, רוצים את זה יותר. באותה נשימה של הבריאות, אם נשברת לך או לבן שלך היד, אתה לא הולך ל-ER של הבית חולים, יש שם ER פרטי, כמו מכבי שבאים בשעות הלילה וכדומה. אתה הולך לקליניקות רפואיות שיותר נוח להם להיות פה ולא בתוך בית המשרדים של פעם, כי פה אפשר לשים את האוטו בחינם ובצמידות. יש קליניקות מאוד גדולות של רפואת עיניים, שיניים, דיאליות. הסינרגיה מושלמת כי בדרך כלל כשאתה בא לשעה או יותר, אז הבן רעב ויש לך מקדונלדס, וצריך לקנות את המשחה אז אתה הולך לוולגרינס, זה תמהיל אידיאלי.

ודים פורטנוי

תגיד הם משמישים את זה למשהו אחר?

יניב מלמוד

הם עושים כל מיני דברים, אם זה שטח מאוד יקר זה מצדיק לעשות מה שנקרא השטחה ואז לבנות מגדלים, בדרך כלל דירות. אבל בדרך כלל השטח לא כל כך יקר, זה יהיה כמו ארנה, שזה לא יהיה PURE PLAY MALL, זה

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

יהיה קצת קניון, מסעדות, טרמפולינה, משרדים רפואיים, סתם משרדים, סתם ריק, זה תלוי לפי האזור. אבל זה מאוד לא זול להשמיש את זה מבוטיק בגדים ששילם לך x לתחום של פנאי, שבדרך כלל עלות התאמת המושכר ממקום של בגדים למקום של טרמפולינה או גיימבורי או אפילו מסעדה זה יקר. מקומות הפנאי PER FOOT משלמים פחות מאשר מה שהיה לפני כן, אז הנזק לבעל השטח הוא כפול – גם הוא משלם את עלות התאמת המושכר, גם יש איזו שנה לפחות שזה נותר ריק עד שזה משופץ ולבסוף יש לו PER FOOT גם פחות שכר דירה, מה שכן אבל יש לו תנועה של בני אדם.

אבי לוי

ישראל היא שונה מארה"ב בהרבה היבטים. קודם כל הזכירו פה את נושא המטר רבוע לבן אדם, באמריקה זה כ- 4.5 מטר רבוע לבן אדם, בישראל זה 1.2, באירופה זה 1.7, כך שבסך הכל הכללי כמות המסחר פר נפש בישראל משמעותית קטנה יותר. ישראל שונה מארה"ב בגלל הריכוזיות שלה, המדינה קטנה. באמריקה אתה צריך לנסוע לקניון מרחקים גדולים, שטחי אדמה באמריקה זולים, הם לא כמו בישראל. שטח אדמה בישראל זה דבר נדיר ויקר, אין אדמות. באמריקה יש אדמות כמה שאתה רוצה ובכמויות אחרות לגמרי, בישראל זה לא קיים, אין שטחי אדמה, מרכזים מסחריים חדשים סביר להניח שיפתחו משמעותית פחות ממה שנפתחו עד עכשיו, כך שאנחנו רואים את הריכוזיות הזו ולהגיע לקניון זה מרחק של חמש דקות הליכה בהשוואה לאמריקה שאתה נוסע חצי שעה-שעה לפחות לקניון, כך שהנגישות למסחר בישראל הרבה יותר ידידותית. דבר נוסף, ישראל היא מדינה הרבה יותר חמה ממדינות אחרות ומהבחינה הזו להסתובב ברחוב, להסתובב במרכז פתוח זה שונה לגמרי, אנשים מחפשים את המיזוג, מחפשים את האווירה, מחפשים את בתי הקפה, מחפשים את המפגשים.

עיקר העיקרים זה הגידול באוכלוסייה במדינת ישראל. הגידול באוכלוסייה במדינת ישראל הוא הגבוה ביותר בעולם, יותר מהודו, יותר מאפריקה ויותר ממדינות ערב - 2% גידול באוכלוסייה במדינת ישראל, אין אח ורע לזה בשום מקום בעולם. אנחנו יודעים היום שאנחנו סביב ה-8.7 מ' תושבים, ב-2024 הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה מדברת על 10 מיליון תושבים ומדברת בטווח של 25 שנה, הכפלת כמות האוכלוסייה בישראל. אם אני אתן לכם דוגמאות באירופה, באיטליה שיעור הילודה למשפחה זה 1.3 ילדים, בצרפת זה 1.7 ויש שם ירידה באוכלוסייה. בישראל זה 3.2 ואל תגידו לי שזה ערבים וחרדים כי זה לא. גם החרדים אם פעם היו עושים עשרה ילדים, הם היום עושים חמישה ילדים. היום הערבים עושים פחות ילדים מאשר היהודים ומשפחה ישראלית טיפוסית שכוללת ארבעה ילדים זה לא דבר נדיר, זה חלק מהתרבות שלנו, חלק ממה שקורה בהווייה שלנו, הרבה ילדים, משפחה גדולה זה ערך עליון ואני לא רואה את הדבר הזה הולך ומשתנה בטווח הנראה לעין, אנחנו מדינה עם שיעור הפוריות הגבוה ביותר גם מבחינת הטיפולים וגם משאר הבחינות.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

אמיר ברנע

אבל איך אתה קושר את זה לבעיה פה?

אבי לוי

אני אומר שברגע שיש לך גידול באוכלוסייה זה משקל שכנגד לנושא של האינטרנט, זה משקל שכנגד לנסיעות לחו"ל, גם הנגישות לקניונים שבישראל זה לא בדיוק כמו שבאמריקה. עכשיו הנושא הזה של הקניונים שנמצאים במרכזי הערים והקניונים המסחריים הגדולים העוצמתיים ימשיכו להוות מקור ביקוש לאוכלוסייה. אין ספק שהקניונים יצטרכו להשתנות, יותר מסעדות, יותר בתי קפה, יותר פנאי, יותר בילוי, בתי קולנוע, דברים כאלה. זה חלק מהשינוי שאנחנו נצטרך לעשות ואנחנו עושים אותו. אם אנחנו נסתכל על הנתונים שגם אנחנו פרסמנו וגם עזריאלי פרסם, בינואר-אפריל בישראל הקניות מושפעות מאוד מחגי ישראל. בשנה הקודמת פסח נפל ב-30.3 והשנה ב-20.4, מן הסתם כל הקניות זזו ממרץ לאפריל. באפריל, תשאל את שלמה ינאי הוא יגיד לך היו גידולים של 30% יחסית לאפריל שנה קודמת, זה לא נכון להציג את זה, פשוט הקניות ממרץ זזו לאפריל. אנחנו הצגנו ינואר-אפריל להראות את הגידולים בפדיונות. אנחנו רואים כי בקניונים המרכזיים שלנו יש גידול של 4.3%, זה דרמטי, זה מאוד גבוה.

שלומי שוב

אז איך אנחנו מסבירים את הנתון של ריס למאי?

אבי לוי – אני אגיד לך, גם ינואר-אפריל זה מראה מספרים אחרים לגמרי, שונים, לא אחרים לגמרי אבל קצת שונים. האחד ה-RIS מחובר למותגים הישראליים, זארה לא מחובר אליו, H&M לא מחובר אליו, פקטורי 54 לא מחובר אליו. כל המותגים הזרים לא נמצאים שם, אני לא יודע אם נייקי מחובר אלייך.

שלומי ינאי

נייקי לא מחובר.

אבי לוי

גם נייקי לא מחובר ל-RIS, אדידס כן. הוא לא מקבל את הנתונים מהם.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

שלומי ינאי

לא שזה לא מותגים בינלאומיים, יש קבוצות מסוימות שלא מחוברות.

שלומי שוב

אתה למעשה מקבל את הנתון מהרשת עצמה.

אבי לוי

הם לא מחוברים ל-RIS ומן הסתם, יש יותר נטייה של הציבור הישראלי ללכת על המותגים הבינלאומיים מאשר על המותגים המקומיים, אז בגלל זה גם בריס אנחנו רואים נתונים שונים. אנחנו עושים כל הזמן שינויים, מוציאים מהקניונים את החנויות הפחות מצליחות, הנכשלות ומכניסים חנויות ומותגים יותר מוצלחים. מן הסתם גם כל אלה שנפלו כמו TNT, כמו הוניגמן מן הסתם הן נפלו כי המכירות שלהן לא היו טובות והן אוכלסו במותגים אחרים שהפדיון שלהם יותר גבוה, זו התייעלות שלנו, זה שינוי שלנו, זה תמהיל שלנו שבריס אתה לא רואה אותו, כי בריס הוא נותן לך את אותה חנות, באותו מיקום, שנה מול שנה. אם היא שינתה את מיקומה או שינתה את גודלה היא לא נמצאת בריס.

שלומי שוב

אבל אם נכנסה חנות אחרת.

אבי לוי

רק בשנה אחרי זה הוא יכניס אותה.

שלומי ינאי

הנתונים שאנחנו מפרסמים זה SAME STORE, זאת אומרת אותה חנות, אותה תקופה.

אבי לוי

בשנה אחרי זה, את השינוי הוא לא רואה. זאת אומרת יצאה הוניגמן ונכנסה חנות אחרת והפדיון שלה הוכפל, הוא לא רואה את זה בריס.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

שלומי ינאי

אני רואה, אני לא מפרסם את זה.

שלומי שוב

כן אני מבין, בפרסום שלך אתה מוריד את שתייהן.

שלומי ינאי

כן וודאי, רק אותה חנות.

אבי לוי

אני אתן לכם דוגמא, אתם מכירים את קניון רמת אביב. הייתה ברמת אביב חנות של פוקס באמצע הקניון, חנות גדולה מאוד, ישבתי עם הראל ויזל, שכנענו אחד את השני והגענו למסקנה שפוקס לא צריכה להיות ברמת אביב במרכז הקניון. ואכן הראל ויזל לקח את נייקי שלו ושם את נייקי במרכז הקניון, חנות לתפארת מדינת ישראל. הפדיון שלה הוא פי כמה וכמה ממה שהיה עושה פוקס, את זה לא רואים בריס, כי ברגע שחנות השתנתה לא רואים את זה בריס. אני, הפדיון של המתחם עלה וזה חלק מההתייעלות שאנחנו צריכים לעשות אותה כל הזמן.

אמיר ברנע

לדעתך, האם תמהיל העסקים במליסרון שמתמקדת במרכזי קניות יחסית נניח לעזריאלי או לאמות בהן התמהיל יותר מאוזן וכולל גם משרדים ופעילויות אחרות, איך אתה רואה את התמהיל האופטימלי?

אבי לוי

אני חושב שלא צריך להספיד את הקניונים, בטח לא במדינת ישראל, יש להם מקום והם ימשיכו לתפקד וימשיכו לגדול. בסך הכל הכללי אנחנו רואים שהקניונים הגדולים העוצמתיים ולמליסרון יש את הקניונים הגדולים, העוצמתיים של מדינת ישראל - שזה אם אנחנו מדברים על רמת אביב, גרנד קניון חיפה, קריון, פתח תקווה, רחובות, באר שבע ובילו סנטר וחוצות המפרץ - זה המתחמים הכי עוצמתיים והם ימשיכו ויגדלו והם אבן שואבת לכולם, כך שאני לא רואה בקטע הזה איזו בעיה במליסרון, מה גם שאנחנו הולכים גם לתחום המשרדים, זה לא שאנחנו לא נמצאים גם בתחום המשרדים.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

אפרת טולקובסקי

יש לי שאלה, מה ההבדל בעצם בשכר הדירה בין הריטייל הקלאסי לשעבר לבין כאלו שמספקים פנאי, אני משערת שיכולת התשלום שלהם שונה. ועוד לגבי נייקי, שומעים את זה כל הזמן, כנראה שיש לנו פריחה וצריכה בתחום הספורט. אז כנראה יש איזושהי פריחה, זה גם כן לא יחזיק 15 שנה, יש עכשיו איזו תקופת שיא.

אבי לוי

הספורט במדינת ישראל הולך וגדל

אפרת טולקובסקי

בכל העולם

אבי לוי

אנחנו רואים את הגידולים באדידס, ואנחנו רואים את הגידולים בנייקי, בפוטלוקר, ובהחלט הם תופסים יותר ויותר נתח מסך כל הקניונים שלנו, אנחנו חייבים להיות ערים לביקושים של הקהל, ומה שהקהל מבקש אנחנו חייבים לספק לו. עכשיו לשאלתך, לגבי המסעדות, המסעדות באופן כללי שכר הדירה הבסיסי שלהן יותר נמוך, אבל הם גם משלמים אחוזים מהפדיון. אם אני אקח את הגראנד קפה ברמת אביב, אין ספק שהוא משלם הרבה יותר מאשר זארה, הוא משלם יותר בגלל חלופת הפדיון, בגלל שהפדיון שהוא עושה הוא גבוה מאוד.

אפרת טולקובסקי

אז זה לא דווקא יהיה שכר דירה נמוך יותר?

אבי לוי

ממש לא

שלומי שוב

טוב זה תלוי באמת בנכס. בואו נשמע קצת אולי גם את השמאים, החיים שלכם אני מניח לא פשוטים.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

דברת אולפינר

החיים שלנו לא פשוטים, אף אחד לא עושה עסקאות אז החיים שלנו לא פשוטים. מאשימים אותנו שבגללנו לא עושים עסקאות. אני אתמקד בשאלה שדיברנו עליה מה עושים והאם שיעור ההיוון שלנו הוא גבוה. אז תראו, כל הזמן אנחנו מדברים על זה שהתפקיד שלנו זה לא לייצר את השוק. התפקיד שלנו זה לקרוא את השוק, להסתכל אחורה, להבין מה קרה, לראות אם יש שינויים ואז להביא את זה לידי ביטוי בשומו שלנו. אנחנו לא אלה שקובעים את השוק. עכשיו אני אמרתי את זה בהמון פורומים. חברה שתקנה נכס ב-5.5% או ב-6% והעסקה תהיה עסקה נכונה והיא בין צדדים שאינם תלויים וכדומה, אין שום סיבה שהשומה שלי תהיה שונה מהעסקה שנעשתה, אין שום סיבה אלא אם כן..

אמיר ברנע

סליחה רגע, זה ישפיע רוחבית בטח שתתקני את שיעורי ההיוון בחברות ובמקומות דומים.

דברת אולפינר

זה ישפיע רוחבית. למה שזה לא ישפיע רוחבית?! נתקן שיעורי היוון בכל עזריאלי ובכל הערכות השווי שאנחנו מכינים בהנחה שזו באמת עסקה. בדיוק דיברנו על זה, אבי גם דיבר על זה, לא כל הנכסים הם אותו דבר, לא כל הקניונים של אבי אותו דבר, לא כל הקניונים של עזריאלי אותו דבר, ולא כל המרכזים המסחריים של ביג הם אותו דבר. זה לא שכל הקניונים הם אותו נכס.

עומר וונש

אבל זה מאוד דומה, אמות קנו נכס נדל"ן לוגיסטי שמושכר לפי-6%, ועדיין שיעורי ההיוון בשמאות בספרים של נכסים דומים הם בין 7-8%.

דברת אולפינר

אם תנתח את העסקה שאמות עשתה, תדייק אותה ותראה שיש שם הסכם שכירות לכך וכך שנים ויש שם עליות מובנות בשכר דירה של כך וכך. אם תנתח את זה נכון, תקבל את שיעור ההוון בעסקה, מעבר לדווח "היבש". נכס שאני מעריכה - לוגיסטיקה ששוכרת איקאה באשדוד, שיעור היוון יותר נמוך מהעסקה של אמות (לדעתי השומה מפורסמת). אז זה תלוי מה עושים, תלוי כמה זמן יש לך שוכר, מי זה השוכר, כמה הוא משלם.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

אמיר ברנע

פר מה? פר שוכר או פר נכס?

דברת אולפינר

פר שוכר, פר נכס, פר סביבה, פר סיכונים שיש. אם אני מעריכה נכס בכפר סבא כשכל הסביבה בכפר סבא יכולה כולה להפוך למסחר, ואני מעריכה שם נכס פנטסטי אבל מה סביבו? סביבו יכולים לקום עוד 15 כאלה, כי לכולם יש את אותן זכויות בנייה בדיוק כמוהו אז הסיכון הוא אחר. אני לא יכולה להוון את זה כמו שאני מהוונת את קניון עזריאלי בת"א. מה לעשות שם סביבו יקומו רק עוד עזריאלי שהוא שולט בהם. אין שם עוד קרקע, בדיוק מה שאבי אמר, אין קרקע. ליד קניון רמת אביב אין קרקע לבנות עוד רמת אביב, אין דבר כזה.

אבי לוי

וגם אם היה ביטלו את זה.

אמיר ברנע

קצת מוזר מה שהיא אומרת לאור הקרבה בין קניון עזריאלי לקניון TLV גינדי.

אמיר ברנע

כי גינדי ליד עזריאלי

דברת אולפינר

גינדי ועזריאלי הם שני קניונים שונים, עזריאלי נמצא צמוד לתחנת הרכבת ובהחלט יכול להיות שהקניון של גינדי יהיה פנטסטי כשהרכבת הקלה תעבוד וכשכל האזור שם יתפתח, יכול בהחלט להיות.

שלומי שוב

שכל הקונספט שלו הוא אופנה

אמיר ברנע

מה זה קונספט? הוא משתנה, הוא מתאים את התמהיל, בדינמיקה לך תדע.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

דברת אולפינר

קניון גינדי TLV שינה את הקונספט. כל הקניונים שאנחנו מעריכים אותם, ויש כאלה שאנחנו מלווים שנים רבות, כל הזמן משתנים. אם הם לא ישתנו אין להם חיים, הם חייבים להשתנות. כי גם אנשים שבאים לקנות וכולנו כאן הולכים לקניונים ורוצים לקנות, אנחנו לא רוצים שהחנויות יהיו באותו מקום אנחנו רוצים להסתובב.

אמיר ברנע

אבל אומר לך שלומי שאין עסקה, או אין הרבה. אז בכל זאת איך נקבע שער ההיוון?

דברת אולפינר

מה שאנחנו עושים היום בתפיסה שלנו זה אנחנו מסתכלים על עסקאות שכן יש. למשל העסקאות של הלוגיסטיקה, בעצם גרמו לזה שאנחנו רואים שיש ירידה בשיעור ההיוון, למה? כי הלוגיסטיקה לפני שנה וחצי, העסקאות היו באזור ה-8%, ליד אפילו, קצת פחות מה-8% והן ירדו, הן ליד ה-7%, זאת אומרת שיש פה ירידה.

אמיר ברנע

אבל זה מתחרה.

שלומי שוב

אבל זה בדיוק בכיוון ההפוך הלוגיסטיקה.

דברת אולפינר

אנחנו רואים שמרכיבי הסיכון בעסקאות שיש לנו השתנו, אוקי ירדו שיעורי ההיוון בלוגיסטיקה. גם במשרדים שיש לנו כן עסקאות אנחנו רואים ששיעורי ההיוון ירדו. זאת אומרת שבקניונים מסוימים, ושוב אני אומרת זה לא בכלם, זה לא רוחבי, ולא כל המסחר אותו דבר, ביג זה אחד, עזריאלי זה שתיים, מגה אור זה שלוש וגזית זה ארבע, לא כולם אותו דבר. ולכן שיעורי ההיוון צריכים להיות מתאימים.

אמיר ברנע

ולדעתך אנליסטים מסתכלים על ההון העצמי שנגזר מההיוון הזה בתור בסיס לשווי?

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

דברת אולפינר

הם לא מסתכלים, אני יודעת שהם לא מסתכלים, אנחנו יודעים שהם לא מסתכלים. כנראה שגם בגלל זה קיבלו החלטה לא לפרסם את חוות הדעת, היום מפרסמים למעשה רק מהותיות מאוד. לא יודעת מליסרון אולי מפרסמת שתיים

אבי לוי

לא, חמש.

דברת אולפינר

עזריאלי לא מפרסם אף אחת.

שלומי שוב

עזריאלי לא מפרסם את עזריאלי עצמו? את עזריאלי ת"א.

דברת אולפינר

גם לא, זה הופרד לארבעה נכסים וזה לא.

שלומי שוב

אבל בעבר פורסם

דברת אולפינר

האחרונה פורסמה לפני שנה וחצי, לא מפרסמים יותר.

שלומי שוב

זאת אומרת הם הרחיבו את הפעילות ככה שזה כבר לא מהותי.

דברת אולפינר

היא לא מהותית ביותר, אין שום נכס שהוא מהותי ביותר.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

משה פרידמן

ההסתכלות שלנו כשמאים על הערכות השווי. בקניונים, כשאני מסתכל ואני מלווה את הקניונים של מליסרון כבר הרבה שנים, הם כולם בנויים היום על אופנה. עכשיו, עיקר השינוי שאנחנו מדברים עליו של האינקומרס - אנחנו מדברים בעיקר על האופנה. אני כשמאי, אולי המדד הכי חשוב הוא היחס בין הפדיונות לעלות - עומס השוכרים מה שנקרא. כשאני מסתכל קדימה, והקניונים יעברו ואיך שאנחנו מדברים על מה שקורה לחנויות בארה"ב, שחלק מהן הופכות להיות מן תחנות שירות ששם אתה מחזיר אולי מה שקנית, או תיקח משם מה שקנית וכן הלאה. אני חושב שהמשמעות שלנו כשמאים לעניין של הפדיון אולי קצת תתמסמס. יכול להיות שבמצבים מסוימים אתה תלך ותזמין באון-ליין מהחנות, שהחנויות יהיו רק SHOW ROOMS, וישמשו רק בעצם יותר תחנת שירות.

אמיר ברנע

אתה תלך יותר על שכר דירה?

משה פרידמן

אז השאלה איך האלמנט שאני בודק, אם יכול לעמוד עם רמת הסיכון, יש לנו את המספרים 10%, 12% לא משנה כרגע כמה, שאתה יכול מהפדיון שלך לשלם שכר דירה.

אמיר ברנע

בצפי שאתה עושה לדמי שכירות עתידיים נניח שקיימת חלופה של שכר דירה, או אחוזים מהמחזור לפי הגבוה? איך זה משתקף בשווי?

שלומי שוב

כמעט אף אחד לא מגיע לזה

משה פרידמן

אני אסביר לך, אם המינימום הוא נניח 7-8%, נניח יש חוזים שאתה תשלם 200 שקל או 8% מהפדיון לפי הגבוה, מההתחלה 200 שקל זה כבר יותר מ-8%, זה מתחיל מעל 10%. לכן ברוב האופנה כל הנושא הזה של האחוזים מהפדיון לא בא לידי ביטוי.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

אמיר ברנע

זה באופנה אבל.

משה פרידמן

היום מרבית מה שקורה בקניונים זה אופנה, יכול להיות שזה ישתנה וזה צריך להשתנות. אני מעריך שדווקא המרכזים החזקים יתחזקו והחלשים יחלשו.

אמיר ברנע

אבל סלח לי, עם מה שאתה אומר, תן לי להבין. אתה אומר שיש ירידה במחזורים או שהמחזורים לא מתחרים עם שכר הדירה הגבוה, התייחסות לכך תקבע עם השוכר ישאר בקניון או יפרוש.

משה פרידמן

אני כשמאי לא אדע לדעת אם ה-200 ש"ח זה מסוכן או לא מסוכן. אני לא בטוח שבשירותים אני יכול למדוד את ההיגיון הכלכלי בשכר הדירה. לעומת זאת בחניות היו לנו מדדים שיכולנו לדעת אם הקניון עובד טוב או לא עובד טוב, ובהתאם לזה לקבוע, כי בסופו של דבר שיעור ההיוון זה הסיכון, שאר הדברים זה אותו דבר לכולם.

שלומי שוב

אבל מה בשורה התחתונה מבחינתכם? אתה עכשיו חותם לצורך העניין על הערכת שווי

משה פרידמן

עכשיו אני קודם כל מסתכל מה קורה. כל הנושא של האיקומרס נמצא בכותרות העיתונים כבר איזה שנתיים. עכשיו אנחנו לא עושים הערכות שווי לפי הכותרות בעיתונים, אנחנו מסתכלים מה קורה מבחינת הפעילות, אז זה נכון שפעם היינו רגילים שתהיה עלייה מפה לשם גם כתוצאה מהגידול הטבעי בכלל ובשנתיים האחרונות אז הגרף קצת התיישר, אולי יכול להיות שרבעון עולה אבל אין את הגידול הזה שאנחנו רואים.

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

שלומי שוב

אבל השאלה אם הטענה ששיעורי היוון היו גבוהים מידי ולכן עכשיו אתם לא מעלים אותם, למרות שיכול להיות שהגרף אתה יודע, אנחנו לפעמים רואים שינויים ומגמות בדיליי כמובן עם התאמות מסוימות אחרי מה שקורה בעולם, אז השאלה אם הטענה הזאת נכונה? שלקחתם שיעורי היוון גבוהים מידי ולכן כרגע אתם משתחים.

משה פרידמן

הטענה תהיה נכונה כאשר, אנחנו קודם כל חיים בעולם כמו שאמרה דברת בלי עסקאות וזה מאוד בעייתי, מתי פעם אחרונה נמכר קניון רציני? אני לא מדבר על חנות או משרדים שאנחנו יודעים להתמודד. אבל בקניונים זה אחרת גם כבדרך אגב. יכולת המעבר בניגוד לבנייני משרדים שיש קניון זו מסה מסחרית, אי אפשר להקים למחרת כשאיך קרקע. בניין משרדים אולי אפשר לידו בדרך כלל. המעבר של הקניונים, סף הכניסה הוא כמעט בלתי אפשרי לבנות קניונים חדשים היום במרכזי הערים. מחוץ לערים, מה שאני רואה, שבאמת החלשים אולי לא יהיה להם מקום, זה לא יהיה כמו שהיום שקסטרו ופוקס בכל איזה מרכז מסחרי של 4000-5000 מטר פתאום שמה איזה חנות, הן לא יוכלו לעמוד בזה, אני מניח שהחנויות האלה לא יתקיימו אבל המרכזים הגדולים כן יהיה להם שימוש כי לשמה אנשים יבואו גם כ-SHOW ROOMS, גם לעשות החלפות וגם אולי להזמין און-ליין מהחנות אחרי שראו.

נדב ברקוביץ

שאלה לשמאים, אתה אומר שלא היו עסקאות וזה בסדר, אבל האם שיניתם את המתודולוגיה בעקבות דברים חיצוניים כמו שאמרת? ירידת ריבית, האם התחרות בקניונים שאמרת נגיד שבאזורים מסוימים יש יותר תחרות האם זה משנה את שיעור ההיוון או שאם אין תחרות אתם מורידים שיעור היוון. כלומר נראה שחוץ מהנושא של עסקאות זה חסר משמעות שיעורי ההיוון היום.

משה פרידמן

תראה, אנחנו קודם כל כשמאים, אתה צריך להבין את העבודה שלנו. אנחנו לא מחשבים שיעורי היוון, אנחנו אמורים לקחת אותם מהשוק. כשאנחנו עובדים גם מול גופים שקונים נכסים, אז ככה הם לא מחשבים, הם מדברים על איזה מכפיל הם מוכנים לקנות ואנחנו יודעים מה הם מדברים. אבל אנחנו כשמאים מחכים לעסקאות. כשאיך עסקאות זה בעייתי. אז אתה רוצה שאני אצור שוק.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

נדב ברקוביץ

לא אני שואל, אתה מתמחר סיכון בסופו של דבר, שיעור היוון זה סיכון מסוים, ואתה אומר הסיכון לא השתנה לי, לא קרה כלום, לא הריבית לא שום דבר שמשנתנה, האון-ליין, הירידה בתפוסות, הירידה בפדיונות, אין מבחינתי שום הבדלים ואני ממשיך מבחינתי כמו שהיה?

נדב ברקוביץ

אז אני שואל, היה שינוי במתודולוגיה?

דברת אולפינר

בוודאי שיש, קודם כל אנחנו מביאים בחשבון היום, שאתה מסתכל על הערכת שווי (הן לא מפורסמות אז אתה לא יכול להראות אותן), אבל בכל הערכת שווי היום אנחנו מסתכלים על דמי השכירות שמשלמות החנויות. כל העוגנים שמשלמים דמי שכירות נמוכים אנחנו מהוונים את זה בשיעורי היוון הרבה יותר נמוכים מהממוצעים שאתם מקבלים אותם בדיווחים, הרבה יותר נמוכים. יש את כל החנויות של האופנה שהן בדרך כלל משלמות כמו שמשאמר בין 200 ל-400, 500 שקל למ"ר בקניונים הרציניים, אנחנו מהוונים אותם בשיעורי היוון יותר גבוהים ואנחנו בונים את ה-NOI. שלומי שאל מה אתם עושים עם ה-NOI. אתם לוקחים את ה-NOI שהחברה מדווחת לכם, 3-5 מיליון ש"ח לחודש, מכפילים מחלקים, לא. אנחנו לא עושים את זה, אנחנו בודקים את ה-NOI, אנחנו מסתכלים על דמי השכירות שמשלמות החנויות. חנות אחת שמדווחים לנו שמשלמת 300 ש"ח למ"ר, הושכרה החנות הצמודה לה ב-200 ש"ח למ"ר, אנחנו מבינים שה-300 ש"ח למטר לא יחזיק מעמד.

נדב ברקוביץ

השאלה היא אם יעלה לו השיעור היוון בעקבות זה שזה ירד ל-200?

דברת אולפינר

אתה מייצר NOI מייצג, אתה בודק, יש לך NOI מייצג בנכס ואתה הולך אם ה-NOI הזה.

נדב ברקוביץ

את ה-NOI אני מבין אבל השיעור היוון משתנה?

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

דברת אולפינר

שיעורי ההיוון משתנה בוודאי, אתה לוקח את כל היתרה של ה-300 שקל למטר לעומת ה-200 שקל למטר, את כל ה-100 ש"ח למטר אתה מהוון בשיעור היוון יותר גבוה כי יש לך סיכון על ה-100 ש"ח האלה, אולי לא תקבל אותם, בוודאי לא תקבל אותם לצמיתות.

שלומי שוב

אז זאת השאלה, לפי מה שאתה אומרים יש קניונים או מרכזים מסחריים שבהם צריכים להיות אימפרמנטים, אנחנו רואים את זה?

דברת אולפינר

בוודאי, תיקונים, אתה רואה מספר אחד, אנחנו לא עובדים ככה. לא היית פה כשדיברתי על זה, שאלת לגבי ה-NOI, ה-NOI מדווחים מספר מסוים, השמאים לא לוקחים את המספר הזה ואומרים אמן, יאללה בוא נהוון את זה ב-7%, ב-6.25%, הנה יש מספר. זה לא מה שאנחנו עושים. כל נכס אנחנו מכירים אותו טוב, אנחנו בודקים אותו, אנחנו יודעים מה דמי השכירות בחנויות השונות. אנחנו יודעים מה השתנה במהלך השנה.

שלומי שוב

אתם מנטרלים את השיפורים, אולי הלוואות שניתנות?

דברת אולפינר

בוודאי, לגמרי אנחנו מנטרלים את ההנחות, אנחנו יודעים איזה הנחות ניתנות ואנחנו יודעים מה דמי השכירות.

אמיר ברנע

אבל איך את מסבירה את הסתירה, יש פה סתירה בדברים. מצד אחד את אומרת שעושים עבודה יסודית לא רק פר נכס, אלא פר שוכר בנכס ומצד שני את אומרת שיש התעלמות מוחלטת של השוק בעצם מהמוצר שאתם מצרפים לדוחות החברות. הרי אתם מגישים הערכת שווי, שאני רואה אותה בדוח הכספי, עם מיסים נדחים בלי מיסים נדחים זו כבר שאלה אחרת אומר לי אנליסט אני בכלל לא מסתכל על זה. התייחסות זו עומדת בסתירה לעבודה היסודית שאת מעלה אותה כאן.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

דברת אולפין

מדברים על זה שהחברות מגייסות כסף, יש כאלה ב-0, יש כאלה שנותנים להן את הכסף רק שייקחו. אז אנחנו לא יכולים להסתכל על זה כסיטואציה של צמיתות, אנחנו מהוונים את הנכסים לצמיתות. אני לא יכולה לקחת את האג"ח שעזריאלי מגייסת בלא יודעת 0 נקודה משהו, מה שהיא משלמת שם שזה בדיחה, ולהגיד אוקי זו ריבית הבסיס ועל זה נוסף קצת סיכונים ונוסף קצת ניהול וזה שזה נכס נדל"ן וזה לא סחיר וכולי, ואת כל המרכיבים האלה בשיעור ההיוון שצריך להוסיף ויפוי בוא נהוון את הנכסים ב-3.5% כי זה לא נכון. כי העסקאות הכי נמוכות שיש לנו במשרדים, בלוגיסטיקה, בכל דבר אחר לא מבטאות את זה ככה. כי אם היית לוקח את אמות, קח את שיעור ההיוון שאמות קנתה את העסקה האחרונה שלה שהיא דיווחה בערך 5.8%, אם תבנה את זה מלמטה כמה עולה לאמות הכסף והסיכונים, תנסה לבנות את שיעור ההיוון, לא תגיע ל-5.8%, תגיע אולי ל-3.5%. אז למה אמות קונה ב-5.8% ולא ב-3.5%? היא עצמה, לא כמה אני מעריכה לה את הנכס, כמה היא קונה. למה אבי לא קונה נכסים ב-5%? הוא יכול, תעשה לו חישוב מלמטה.

אמיר ברנע

לא הבנתי מה הקשר בין פרמיית הסיכון של הנכס לבין הפרמיה שאמות משלמת על האג"ח שלה?

דברת אולפין

הם הקונים את הנכסים.

אמיר ברנע

מה זה משנה?

דברת אולפין

הוא קונה את הנכס, יש לו כסף הוא עכשיו הולך לקנות נכס, הוא תיאורטית לפי החישוב יכול לקנות נכס גם ב-5% נכון?

אמיר ברנע

אני לא יודע מה הסיכון, מה הצפי, מה זאת אומרת? הסיכון של הנכס, יש שני אלמנטים פה – מחיר ההון של אמות זה דבר אחד, מיצינו את זה. עכשיו את מדברת איתי על נכס ספציפי, ואני צריך להעריך את הנכס הספציפי הזה. אז באה אמות ומסתכלת על הנכס הספציפי, לוקחת בחשבון את הסיכון, את בעצמך אמרת, כמה זמן החוזים? החוזים

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

יתחדשו? האם יש אולי שכר דירה יותר נמוך? יש להניח שהחוזים יתחדשו בשכר הדירה הנמוך? את אמרת את כל הדברים האלה. כל הדברים האלה יוצרים סיכון, הסיכון נכנס לתוך הפרמיה שמבחינה בין עלות הכסף לאמות לבין מחיר ההיוון של הנכס.

דברת אולפין

נכון, אז מרכיב הסיכון הזה לא ירד, ירד באופן משמעותי מחיר הכסף שלהם, באופן מאוד משמעותי הוא ירד.

שלומי שוב

יכול להיות שמרכיב הסיכון עלה, עלות הכסף ירדה.

עומר וונש

הגופים המוסדיים רואים בנדל"ן מניב כאלטרנטיבה שצריכה לתת מרווח סיכוי נכון. הם נדרשים לבחור כל יום בין האלטרנטיבה של אג"ח בריבית מסוימת, רכישת נכס נדל"ן, או רכישת נכסים מניבים באמצעות מניות נדל"ן מניב כמניית אמות, מליסרון או עזריאלי. גוף מוסדי היום לא יכול לקנות נדל"ן. אין מוכרים במחירים השמאיים (מחירי הספרים) ואם ירכוש במרווח סיכון ראוי לנדל"ן מניב, נניח 3%, אז לא מעדכנים את ריביות הבסיס. למוסדי כדאי לקנות נדל"ן מניב בריבית בסיס + מרווח סיכון. זה מוביל ל -4% +/- הבעיה, שלמחרת הרכישה שמאי יהוון את הנכס ב-6%, או ב-7%, וירשם הפסד מיידי לעמיתים. בקיצור, אין עסקאות כי אין מוכרים במחירי השמאות ומחירי השמאות לא יורדים כי אין עסקאות.

אבי לוי

אני אתן לכם דוגמא למה שהוא אומר, יש לי נכס מאוד רציני, לשוכר מאוד רציני לתקופה מאוד רצינית שבא המוסדי והיה מוכן לקנות את זה ב-5%. עסקה לא בוצעה כי נפגש עם השמאי שיושב פה ואמר אני לא יכול לעשות הערכת שווי ב-5%.

משה פרידמן

אמרתי משהו אחר, אני לא רוצה שוק. הבעיה של המוסדיים שהם רוצים מראש

אבי לוי

לא, לא מדויק.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

משה פרידמן

זה מה שאני אמרתי בדיוק.

שלומי שוב

אני לא יודע אם הסטודנטים מבינים כמה עניין יש פה מסביב לשולחן. זאת אומרת למעשה המוסדיים אתם מאשימים את השמאים בזה שאין עסקאות בשוק.

צחי זנזורי

שלומי, הזכרת פה קודם שאתה לא רואה מספיק תנודות ותגובות של שירי המניות. אני מסכים. יחד עם זאת אם נסתכל על ארה"ב, מניות הנדל"ן מגיבות מהר לשינויים בריבית, באג"ח הארוך. יש את הפערים האלה, מדוע? כי לדעתי יש פה מרווח נדל"ני שהוא לא מייצג אז שערי המניות לא מגיבים לכל תזוזה. אם על פני זמן התשואות יעלו ב-1-1.5% בריבית הארוכה אז אולי נתחיל לראות את השינויים האלה.

אמיר ברנע

אבי הדוגמא שהבאת אם יש עסקה בפועל השמאים ייקחו את מחיר ההיוון של העסקה.

אבי לוי

הוא אומר ואולי בצדק מבחינתו, אותו מוסדי שלמחרת היום ירצה למכור את זה בשוק לאמות, סביר להניח שאמות לא יתנו את שיעור ההיוון הזה.

אמיר ברנע

אני לא מבין, זאת אומרת זו קללת הרוכש, הוא קונה ביוקר מידי?

אבי לוי

המוסדי האלטרנטיבה שלו לכסף היא להשקיע את זה ב-0.0%, אוקי. עכשיו הוא בא אליי ויש לי נכס לתקופה ארוכה והוא מוכן לשלם לי 5%, סביר להניח שאמות לא יקנו את הנכס ב-5%.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

אבי לוי

סביר להניח שעזריאלי לא יקנו את הנכס ב-5%, באנו לשמאי ואמרנו האם אתה מוכן לתמוך בהערכת השווי הזאת, הוא התקשה. לא הייתה עסקה מכיוון שאותו מוסדי, אם היה קונה את הנכס הזה, לא רק שהיה מוחק את המס רכישה כי רשות ני"ע לא נותנת להעמיס את זה על עלות הנכס, הוא גם היה מוחק את הפער בין הערכת השווי לבין מחיר העסקה וקונס את העמיתים.

ירון אשל

חד משמעית הסיפור הזה היום, גם הוצאות העסקה שנמחקות ביום הראשון וגם הפערים בשיעורי ההיוון מייצרים מצב שזה עוצר עסקאות. 100% גם המוסדיים חושבים ככה, גם אנחנו מביאים את זה לידי ביטוי כי אם אתה עושה עסקה משמעותית ואתה מוחק 6-6.5% של הוצאות עסקה ביום הראשון.

שלומי שוב

למרות שב-FFO מנטרלים את זה.

ירון אשל

כן אבל אתה מדבר על ההון העצמי ובסוף אתה מוחק את זה ביום הראשון ואתה אחרי זה נתקל בשמאות כן או לא שתומכת במחיר הזה זה בהחלט שיקול. אני רוצה להתייחס לכמה דברים שהם שונים. קודם כל ברמת האון-ליין מה שאנחנו רואים בעולם ואנחנו מתחילים לשנות את הגישה בגזית, זה שהנושא של עומס שכר הדירה שהיה נכון קודם בעולם הקודם, בעולם האון-ליין משתנה. אנחנו מתחילים להסתכל על האנשים שמגיעים לקניון ונכנסים לחנויות כמדד להצלחה או אי הצלחה של חנות ו/או של נכס, כי לאו דווקא כמות המכירות בפועל ולדעתנו זה מה שישקף בסוף את ההצלחה או אי הצלחה. בנושא השמאוויות אני חושב שהשוק עדיין לא משוכלל בנושא הזה, אני חושב שיש הבדל גדול מאוד בין 6.5% או 7% בעפולה לבין נכס בת"א. אני חושב שהשוק היום בישראל עוד לא נותן דיפרנציאציה לסוגים שונים של נכסים מסחריים, אני מדבר על הכל מסחרי, בגיאוגרפיות שונות כמו שדברת אמרת קודם עם חסמי כניסה. אנחנו חברה שמתעסקת בעיקר באזורים דמוגרפיים עם חסמי כניסה גבוהים, מרכזים שכונתיים, באזור ת"א וצפון ת"א וזה מה שמעניין אותנו. שם למעשה אני הרבה פעמים קונה מרכז או פרופורמה של מרכז או לא משנה בתור קרקע כי אני קונה 4.5 או 5 דונם בת"א. יכולים לבוא ולהגיד לי תשמע, דמי השכירות שאתה מקבל שם היום יותר גבוהים או פחות גבוהים. זה פחות מעניין אותי, אני מסתכל היום על ארבעה או חמישה דונם בת"א, קנינו עכשיו בכוכב הצפון חמישה דונם בבעלות פרטית בת"א. אני בא לי שם 2,000 מטר, העולם גילה

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

לנו שתב"א נוספת תביא את זה ל-4,000 או ל-6,000 מטר וזה מרכז מסחרי שכונתי מעולה ומדויק, ובסוף קניתי שם חמישה דונם. אז אם מחר בבוקר האינקומרס ישתלט על העולם, ויבוא קץ הקיצים אז אני עושה שם חמישה מגדלי מגורים. בסוף, אתם מסתכלים כל הזמן על הדייר ועל הפדיון, החנות ושכר הדירה, אנחנו מדברים על נדל"ן. אנחנו קונים נדל"ן, אנחנו לא קונים אג"ח והמיקום שלו הוא המפתח שלו וזה הבעיה שיש לי היום עם השמאוויות כי אין היום דיפרנציאציה בין נכס של אבי בת"א שהוא נדיר ואי אפשר להקים עוד קניון רמת אביב לידו, נקודה, לבין נכס מצוין של אבי שיושב נניח בחיפה שיכול להיות לו תחרות, לא משנה, לא יכולה להיות לו בגלל הגודל אבל יש הבדל בין הדברים האלה.

אבי לוי

חדרה למשל.

ירון אשל

חדרה, יש הבדל בין הדברים האלה, אין מספיק דיפרנציאציה בין שיעורי ההיוון באזורים השונים, בגיאוגרפיה השונה, שבאה לידי ביטוי בחסמי הכניסה המאוד מאוד מסוימים.

משה פרידמן

אני רוצה להגיב על זה, אני חושב שבעולם של קניונים בניגוד נניח למשרדים, כל קניון מייצר רמת מחירים מסוימת וזה שנמצא בחיפה יכול לעבוד מצוין, הוא יכול להיות ברמת סיכון דומה לזו של רמת אביב, רק רמת דמי השכירות הרבה יותר נמוכה. פה אנחנו מדברים על 500 שקל למטר ושם הם יושבים ב-200 או 180 שקל למטר ויכול להיות שהוא יותר יציב מרמת אביב.

ירון אשל

אין ספק שדמי השכירות זה חלק מהאינדיקציה אם הם גבוהים או נמוכים בעולם של פעם. אבל אם אתה רואה אז למשל לאבי ברמת אביב יש חנויות שחוץ מאשר מחזוריים הן רואות את עצמן חנויות דגל.

אמיר ברנע

אני לא הבנתי, מדוע לפי דעתך מחיר ההיוון נמוך יותר. בת"א מאשר בכרמיאל.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

ירון אשל

בגלל חסמי הכניסה, כי מחר בבוקר אי אפשר להקים עוד קניון דומה.

אמיר ברנע

איפה הסיכון יותר גבוה? אני לא יודע, אתה מראש אומר שהסיכון יותר גבוה בכרמיאל.

ירון אשל

ברור שבכרמיאל, בתפיסה שלנו בכרמיאל, כי מחר בבוקר אם תרים מסוק מעל כרמיאל ותראה הרבה מאוד שטחים חומים וירוקים שאפשר להקים עוד עשרה קניונים ליד זה או עשרה דברים דומים וזה גם מה שקורה. מעבר לזה כמות האוכלוסייה.

אמיר ברנע

סיכון נדלניי כזה?

ירון אשל

כן, וכמות האוכלוסייה שגרה בצמידות לנכס היא הרבה יותר קטנה.

אמיר ברנע

כן אבל מצד שני אתה יכול להגיד שבקניון רמת אביב יש באמת יותר חנויות אופנה, זה תמהיל שיותר רגיש לשינויים בשוק.

ירון אשל

כן אבל בסוף זה רמת אביב, אם זה לא פוקס זה נייקי ואם זה לא נייקי אז זה הגראנד קפה. אבל בסוף זה עדיין רמת אביב.

אמיר ברנע

זה שאתה מערבב את מחיר ההון עם נושא שכר הדירה פר מטר, אתה מערבב את זה, זה שני מישורים. אני יכול לבנות בכרמיאל קניון עם סיכון מאוד נמוך.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

ירון אשל

מה זה סיכון נמוך?

אמיר ברנע

שיש לי שוכר ומדינת ישראל היא השוכרת ל-20 שנה.

אבי לוי

אהה, זה לא קניון

עומר וונש

הנתון הכי משמעותי הוא לא המיקום, המוניטין או רמת הפאר. זה כבר נכלל במחירי השכירות. מחיר ההיוון צריך להיות מושפע בעיקר מהיחס בין מחיר השכירות הקיים למחירי השוק הנוכחיים. קניון בכרמיאל שהוא UNDERRATED בטוח יותר מקניון ב-OVERRATED במרכז ת"א. כי אם הוא ב-OVERRATED אז כנראה המחירים ירדו ואם הוא ב-UNDERRATED אז לא משנה אם הוא בכרמיאל או ברמת אביב כנראה המחירים יעלו. לכן לא המיקום קובע אלא השכירות יחסית למחירי השוק (מחיר שניתן להשכיר את הנכס היום).

ירון אשל

ממש לא נכון, רק המיקום קובע. אני לא יודע מה עם אבי, אבל אני עדיין מסתכל על נכס ב-OVER RATE בת"א אבל המיקום שלו נכון, מה זה OVER RATE, יכול להיות שהחנות לא מתאימה, שהגודל לא נכון, הכל לא נכון. אם הלוקיישן הוא נכון אני אקנה את הנכס הזה הרבה יותר מאשר ב-UNDER RATE בכרמיאל, כי כרמיאל ברמת סיכון אחרת מתל אביב.

אבי לוי

אין ספק, חד משמעית.

שלומי שוב

דנה איך את רואה את הצרכנים החדשים, כמה אנחנו צריכים לחשוש מהם?

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

דנה טבת

זה לא מקרי שאמזון ועוד קמעונאיות מקוונות פותחות חנויות פיזיות בעולם וגם בארץ. בעצם הצרכן לא רואה את זה כאון-ליין וכאוף-ליין, הוא רואה את זה כ-"אני צריך משהו ואיך אני אשיג אותו". אני חושבת שכל עוד אנחנו בני אדם שצריכים לחוש, לנסות, לחוות ולמזער סיכונים, יהיה לנו מה לחפש בקניונים, בהנחה שהקניונים ידעו להתאים את עצמם לצרכים. אז אם אני מחפשת מגוון, זמינות 24/7 ומחיר אז יש סיכוי שאני אקנה באון-ליין. אם אני רוצה לנסות למדוד, לראות שהמידה בסדר, לשבת על ספה, להרגיש את הבד, וגם אם אני חוששת מהבלגן של להחזיר מוצר, שזה גם סיפור לא פשוט או לא מתאים לי זמן האספקה – אני אקנה בחנות פיזית. אני אספר לכם סיפור אישי, קניתי איזה משהו באון-ליין של קראפט כי בעלי היה בארה"ב, הזמנתי משלוח של שלושה ימים ושלחו לי מייל – "מצטערים לא נצליח לעמוד בלו"ז". חברה אמריקאית בתוך ארה"ב! זה לא משהו שאתה מצפה שיקרה ועובדה שגם דברים כאלה קורים. אז לפעמים החסמים לקניה און ליין הם גם הנושא הזה של החזרות, וגם הנושא הזה שכשאתה צריך משהו - אתה רוצה לקבל את זה הרבה פעמים כאן ועכשיו. אם אני מסתכלת על קטגוריות שהן יותר חזקות באון-ליין – מדובר בספרים, מוזיקה, סרטים, משחקי וידאו, צעצועים. אבל אפילו באופנה, יכול להיות שזה יפתיע אתכם, עדיין יש יתרון לחנויות פיזיות, בטח ובטח כשאנחנו מדברים על הנעלה, תכשיטים, מוצרים לבית, מצרכי מזון. מסתבר שאנחנו עדיין מעדיפים לקנות מצרכים בסופר. באון-ליין קונים יותר דברים שאולי הסיכון הנתפס שלהם הוא יותר נמוך. כששואלים צרכנים בעצם למה הם עוד נכנסים לקניונים אז הם אומרים את הדברים המובנים מאליהם – אני רוצה למשש, לחוש, למזער סיכונים, אני רוצה את הקנייה עכשיו. אבל הם גם אומרים אני רוצה עם מי להתייעץ, הם עדיין סומכים על אנשי המכירות בחנות. קנייה היא משהו חברתי. הרבה פעמים מגיעים עם בני זוג וחברים והרבה מאוד מהקונים משלבים שופינג עם בילוי, זאת אומרת משלבים קפה, ארוחת צהריים, זה חלק מאוד משמעותי. לכן מה כשדובר פה שהקניונים יתחילו להציע יותר שירותים ממוצרים זה נכון. אבל לא הייתי מספידה מוצרים, לא הייתי מספידה את קמעונאות האופנה. אני חושבת שהתפקיד של הקניונים לעזור לקמעונאים שעובדים עמם להבין לאן העולם הולך ולכוון את הדרך, יש פורמטים שצריך לחשוב על לאמץ אותם בשביל לשפר חווית קנייה.

נדב ברקוביץ

אני לא חושב שיש פה מישהו שחשב שהקניונים מתים או הולכים להיעלם, אני מסכים איתך. רק השאלה היא מה השווי כי אם את מחזיקה חנות בשביל מישוש של ספה האם את צריכה לשלם את אותו סכום ששילמת קודם כשהיא מכרה את הספות האלה, זאת השאלה, אני לא חושב שזה 1 או 0.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

דנה טבת

אז זה נכון, יהיו לנו הרבה SHOW ROOMS. אבל מותגים היום מחפשים הרבה מעבר מלמכור, הם מחפשים את ההזדמנות לייצר קשר, מערכת יחסים אמיתית עם הלקוח, וזה הופך להיות הרבה יותר מבסדר להכניס לקוח אלייך לחנות בשביל חוויה, בשביל שפשוט תייצר איתו קשר אמיתי. גם אם הוא לא יקנה הפעם אז הוא יקנה בפעם הבאה, ואם הוא יקנה און-ליין זה גם בסוף אמור להיכנס לכיס שלך. חנויות יהפכו להיות איזה מין מרכז חברתי קהילתי, כמו חנות ספורט שיכולה לתת שירותים, שיכולה להציע החל מסדנאות וכלה במפגש לכל מיני חובבי ספורט. יש המון דוגמאות בעולם של איך מותגים מתחילים להיות יותר ערכיים, תורמים לקהילה, נותנים במה לאומנים צעירים. יש הרבה מאוד דוגמאות ורעיונות של מודלים קמעונאיים שנותנים ללקוח את החוויה שהוא צריך.

אמיר ברנע

בשביל זה צריך מרכז קניות או משהו נניח כמו ריכוז חנויות שהוא דיבר עליהן? איך את רואה את ההבחנה כאן בין מרכז קניות מקורה עם מיזוג אוויר ובין החנות הזאת בשדרה?

דנה טבת

אז זה נכון שיש הרבה מאוד חזרה למרכזי הערים של חנויות ושצרכנים רוצים את החנויות זמינות וקרובות. אני מסתכלת על הנושא של "איפה אני מקבל את מה שאני צריך", אם הקניון יהיה ONE STOP SHOP, שבו יהיו לי גם שירותי בריאות, גם מספרה, גם מקום לשטיפת רכב, וקולנוע וסופרמרקט הוא יענה על צרכי הלקוחות.

שלומי שוב

אבל זה DOWNTRADE מבחינת הקניונים מה שאת מדברת עליו.

דנה טבת

אני לא בטוחה.

רקפת שני

מה שאמרת עכשיו, איזה סוג של נתונים אספתם?

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

דנה טבת

הנתונים הם נתונים של מחקרי צרכנים ששואלים אותם מה הם צריכים, מה הם מצפים, למה הם הולכים לקניונים, או למה הם קונים און-ליין. התשובות הן מאוד קונסיסטנטיות. הנושא של חוויה בקניון אגב לא חייבת להסתכם בהיצע של בית קפה או מסעדה. חוויה יכולה להיות גם חנות שמציעה מראה חכמה, חנות שמאפשרת לך לעשות אינטגרציה - לעשות קנייה און ליין מתוך החנות ולקבל הביתה, לקנות באון-ליין ולקבל את מה שהזמנת בחנות, לקבל הצעות למוצרים ומבצעים מותאמות אישית. יש הרבה מאוד כלים דיגיטליים וטכנולוגיים שאפשר להכניס לחנויות כדי להעצים את חווית הקניה.

שלומי שוב

יבגני, איך אתה רואה את נושא הערכות השווי? האם באמת השמאים מונעים פה עסקאות?

יבגני אוסטרובסקי

אני לא יודע אם הם (השמאים) מונעים פה עסקאות, אני מאמין שאם תהיה פה עסקה טובה שתתאים לשני הצדדים, שמאי - לא נראה לי שהוא ימנע אותה. אבל יש פה כמה נקודות בדיון שעלו לפחות מהזווית שלנו כרשות ניירות ערך שהן חשובות.

אני אתמקד קודם כל בהשלכות האון-ליין, כי היו כבר דברים אחרים שנאמרו בדיון שאני חושב שהם נאמרו גם לפני שהתחלנו לדבר על סיפורי האון-ליין. אז קודם כל, אלמנט ראשון הוא הגילוי. צריך לזכור שהשווי הסופי זה בעצם כלי לטובת המשקיעים, אבל יש להם ספר שלם שהם יכולים לקרוא (הדוחות, התשקיף) שכולל גילויים נוספים. לנו מהזווית שלנו אגב כרשות יש לא רק מפקחים שפועלים בישראל, אלא גם לא מעט חברות שפועלות בחו"ל, למשל בארה"ב, והן מחזיקות במרכזי קניות או קניונים גם שם. צורות גילוי, או נניח פרטי גילוי שאנחנו מתחילים לדרוש יותר שקשורים לאון-ליין ושמשקיעים שפותחים דוחות של חלק מהחברות כבר יכולים להתחיל לראות כוללים, בין היתר: תמהיל של שוכרים, לפעמים זה ברמת נכס ולפעמים זה תמהיל כבר ברמת כל הפורטפוליו של החברה, יש חברות שנותנות גילוי כזה. היום מאוד קשה לדעת, אם אני פותח דוחות של חברה כזאת או אחרת, לא תמיד אני אצליח לדעת כמה באמת מושכר לאופנה וכמה מושכר לחדרי כושר וכיו"ב. אז תמהיל ורמת המוכנות לעולם של און-ליין זה דבר ראשון. דבר שני זה ניתוח של עוגנים, אולי באמת אצל מליסרון אין עוגן שהוא 20,000 מטר רבוע אבל יש לנו חברות אחרות, במיוחד בחו"ל, שיש להן עוגנים כאלו. חלק מרשתות העוגן בקשיים או עשויות להתקל בקשיים. אנחנו כבר ביקשנו מחלק מהחברות לתת רשימות של נכסים מרכזיים, או ברמת חברה, מי העוגנים שלה, וגם מה דירוג האשראי של העוגנים. בחלק מהמקרים, כבר אחרי שנה-שנתיים אחרי התשקיף חלה גם קריסה של

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

עוגן אך היה גילוי מראש בעקבות בקשות שלנו. לבקשתנו נכללם גם ניתוח של מיצוב תחרותי של עוגנים, למשל - עד כמה המותג הזה של השוכרים המרכזיים שלך - עד כמה הוא מוביל נניח מבחינת התפיסה שלו אצל הצרכן.

אמיר ברנע

יבגני סליחה שאני מפריע לך באמצע, אבל סופר פה על רשת הוניגמן, אני לא יודע אני לא מכיר, שיש לה פעילות בהרבה מאוד מרכזים.

שלומי שוב

הייתה לה

אמיר ברנע

אוקי הייתה לה, או נניח קסטרו בסדר. מתי בעינייך נדרש דיווח איכותי, נניח דיווח מידי של חברת השכרת נכסים שקרתה בעיה עם שוכר כזה ומה ההשלכות שלה. מתי זה נהפך לאינפורמציה רלוונטית למשקיע בניירות הערך של החברה הזו? ברור שהחברה פשטה רגל. אני לא מדבר על מחזיק המניות בחברה האופנה עצמה, מתי בעינייך זו אינפורמציה שהיא מהותית, רלוונטית לדיווח.

יבגני אוסטרובסקי

קודם כל דיברתי בעיקר על הדיווח העיתי, כלומר דיווח תקופתי ולא דיווח מידי, ויכול להיות הבדל. אני לא קובע את הכלל, כלל הבסיס הקבוע בחוק ניירות ערך והתקנות הוא כשיש אירוע מהותי לתאגיד או שיכול להפיע באופן משמעותי על מחיר ניירות הערך של החברה אז צריך לדווח עליו. בנוסף, גם לא צריך לדווח על אירוע שהוא "מן המפורסמות" לפי החוק. כלומר אם יש משהו שהוא לא ייחודי, אבל אם יש השלכות פרטניות כלפיי, אז יכול להיות. אבל אם נניח יש אירוע שמשפיע עליו באופן לא מיוחד וכמו שהוא משפיע על רבים אחרים, אני לא צריך להוציא דיווח מידי, אני אקצין את הדוגמא על מבצע "צוק איתן", על מבצע צבאי, גם אם הוא פוגע לי במכירות, או למשל על כניסת אמזון כי זה מן המפורסמות. אבל לצורך העניין אני חושב שאם יש לך באמת חשיפה ללקוח מסוים, יש איתו הסדר פרטני והוא לא מהמפורסמות, אז בהחלט יכול להיות שיהיה מקום לדיווח. זה עניין פרטני פר חברה, למשל העוגנים בחלק מהחברות שצינתי, כאחוז מהשטח - אחוז מאוד מאוד גדול, בעוד שאחוז מהשכירות - הם אחוז מאוד קטן. זה מפתיע שיכול להיות שמישהו יהיה עוגן וזה רק 2% משכר הדירה.

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

צחי זנזורי

לגבי מרכזי מסחר בארה"ב, להבנתי לעיתים קיימים לשוכרים האחרים סעיפי יציאה במידה והעוגן יוצא מהקניון.

יבגני אוסטרובסקי

נכון. אם עוגן יוצא, או אחוז התפוסה יורד מתחת מכל מיני אחוזים שנקבעו בהסכמים, זה יכול להתגבר לאפקט דומינו. אז זה שהם נניח אבחנו את זה, אם הייתי אומר לך "אם הוא מעל 10% מהפדיון, או מהשכירות", אז הייתי מפספס את העניין. אולי הוא 2% אבל יש לכולם את הטריגר, אז לכן זה תלוי בנסיבות – מי הוגדר כעוגן ולמה – וזה גם שיקול שהחברה תצטרך לעשות בעת ההחלטה האם יש להוציא דיווח מיידי. תלוי בעד כמה הוא משמעותי, תלוי בעד כמה זה לא מהמפורסמות אלא פרטני. אז דיברתי על תמהיל, דיברתי על גילוי, על עוגנים. אנחנו מבקשים מחברות להתייחס לתוכניות העסקיות שלהן גם בהיבט הזה של איך הן מתכוונות, אם הן מתכוונות בכלל, לעשות שינויים. ההיבט השני ששוחנו עליו הוא מבחינת הערכות שווי. ואם אנחנו מדברים על הערכות שווי בארץ, ועוד פעם השאלה אם שיעורי ההיוון גבוהים או נמוכים, לא יודע אם היא קשורה בקשר הדוק דווקא לאון-ליין כי אלו שיחות שהיו גם לפני. אולי רעיונית יכול להיות שיש איזשהו קיזוז בין שמרנות בשיעורי היוון לבין הסכנה של און-ליין לשווי הנכסים, אבל אני רואה הרבה הערכות שווי גם מחו"ל וגם בנדל"ן ולא רק, וטכניקה של בנייה של שיעור היוון בתחום הזה, בוא תאמר שאתה לוקח את ה-RF ואתה מוסיף מרווח, לעשות את זה בנדל"ן זה לא הכי נפוץ. יותר נפוץ ולא רק בארץ לקחת את שיעור ההיוון לפי CAP RATE מבוסס עסקאות, על אף שזה לא מגיב כל כך מהר לכל מיני שינויים בשוק. אם אג"ח ממשלת ישראל ל-10 שנים עולה היום ב-0.3, אנחנו לא נראה את השומות ישר עולות ב-0.3 באותו רגע, אבל זה לא רק בארץ עובד ככה, בוודאי כשהשינויים אינם חריפים מאוד. בחו"ל הם אמנם עושים עוד שיטות, יש להם שיטות נוספות לחשב את שיעור ההיוון שהן קצת שונות לפעמים ממה שיש אצלנו. אבל אני חושב שכשמדברים על היחס בין סיכון ו-NOI וכולי אז יש פה שני רכיבים שהם קובעים את השווי, אחד מהם זה הסיכון (שיעור ההיוון) והשני זה ה-NOI. אז השאלה אם הסיכון עולה או יורד תלויה בשאלה איך הגדרתי את ה-NOI שהשתמשתי בו. אם אני לוקח NOI שהוא כולל OVER RENT ואני שם אותו כ-NOI מייצג, אז ברור שהסיכון בנכס גבוה ואז אני צריך שיעור היוון גבוה. אבל אם אני עשיתי נניח NOI מייצג, עברתי חנות-חנות ובדקתי איפה יש OVER RENT, בדקתי איפה הפדיון נמוך והתאמת את זה, הבנתי איפה יש "גרייסים" ובדקתי את כל הדברים שצריך לבדוק. לקחתי NOI נניח דווקא נמוך יותר ממה שיש היום, כי זה לא בר קיימא מה שיש היום – אז יכול להיות שיש דווקא פוטנציאל להמשיך ולמשוך את המצב הזה קצת קדימה. אז זה מאוד תלוי בשאלה מה הגדרת.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

אנחנו כרשות, הגישה שלנו ומה שאנחנו מנסים בדרך כלל לבדוק כשאנחנו בודקים לעומק נכס, זה שמה שאפשר לכמת אותו ב- NOI, מה שאפשר ויש נתונים לגביו, כי בדרך כלל ה- NOI הוא הנתון היותר שאפשר בו לכמת, אז שיכומת שם. כלומר, אם יש דברים כמו למשל סיבסוד של שוכרים, דברים כמו למשל פדיונות שאנחנו יודעים שהם בעייתיים ביחס לשכירות, גירעון ניהולי וכולי – שזה כן יהיה בפנים. שלא ייקחו נתונים שרירותיים, למשל - זו השכירות החוזית, אבל אני נותן "גרייסים" לכולם, אני עושה ככה ואני עושה ככה אבל תתעלם מהגרייס וקח את השכירות החוזית כי לקחתי שיעור היוון גבוה. אני מעלה את שיעור ההיוון ב-2% לא משנה, או ב-1%. אז למה 2%? למה לא 6%? לכן אנחנו תמיד מעדיפים שמה שאפשר לכמת בצורה מהימנה שיכומת ושיעור ההיוון אכן זה אתגר לפעמים וצריך לבחור אותו ביחס לנכסים בעלי רמת סיכון דומה במצב התזרים שהונח.

אמיר ברנע

יהודית אמרה לי שבנדל"ן מניב מה שקובע זה לא ה- NOI אלא זה ה- FFO.

יהודית זינגר

ברמת החברה.

יבגני אוסטרובסקי

כן ברמת החברה

אמיר ברנע

השאלה אם הדיווחים של ה- FFO משתלבים בדיווחים האלה?

יבגני אוסטרובסקי

כן. אנחנו דורשים מחברות נדל"ן מניב לדווח על ה- FFO, גם שמה יש משחק, זה נתון NON GAAP ויש לנו את הכללים שלנו לגבי החישוב וגם עליהם יש פיקוח. חברות מבצעות התאמות נוספות אך נותנות גילוי וכולי, אבל זה ברמת חברה ולא ברמת נכס. אני חושב שזה נתון מאוד חשוב באמת, הוא פחות וולטילי מאשר רווח נקי.

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

ירון ספקטור

אז רק רגע לפני שעוזבים את השמאות שזה הדבר הכי חשוב לדעתי הנושא של קניונים זה ענף אחד מתחום רחב יותר של נכסים מניבים. קניון הוא תחליפי כנכס מניב לתחנות דלק, לבתי מלון, למרכזים פתוחים, מבני משרדים וממשלה ושם כן יש עסקאות. בראיה הכללית הנדל"ן משקף איזשהו יחס בין מחירי המכירה לדמי שכירות, ל- NOI עם הרווחים מניהול וכדומה. אני חושב שאם אנחנו נוותר על מה שאנחנו יודעים, שזה השוק, שזה אנשים שרואים בקניון אלטרנטיבי, הם יתחילו למכור קניונים בסכום מסוים, זה לא מתאים. קניון לא יימכר ב-4% אם הוא יכול לבנות בניין שמושכר לממשלה ב-6%. אז זה שוק רחב יותר שאנחנו מדייקים אותו רק לעניין של הקניונים. אם אנחנו נשחרר את זה ונתחיל לחשב את שיעור התשואה ספציפית לקניון הזה במיקום שלו בתל אביב וכן הלאה, נפתח את הסכר הזה אז יכול להיות פה מין גלגל כזה כי אנחנו רואים שחלק משוק ההון דווקא חושב לטווח הקצר. אם חברה מוסדית חושבת שהיא תרשום הפסד עכשיו של 5% כי השמאי לא מהווך את זה נכון, למרות שזה טוב למשקיעים שלה שיש לה נכס מניב, אז נגיע למצב שאנחנו נוריד את ההערכות. אז הם יתנו ב-4%, אנחנו נוריד את ההערכות, הם יקנו ב-2% ונגיע ל-2008. ראינו כשל שוק מסיבי של דברים כאלה. אנחנו נשאיר את זה בתחום הנדל"ן, אנחנו רואים שקניונים הם חלופה למרכזים פתוחים, שהם חלופה לחלופות אחרות. ואנחנו רואים במה היום שוכרים. בואו לא נשכח שאנחנו מהוונים את זה במתמטיקה כאילו לצמיתות, אבל נכס לא חי לצמיתות, יש לו פחת פיזי, יש לו פחת כלכלי ופחת פונקציונאלי. אנחנו רואים שדברים משתנים – גובה, קומות וכן הלאה ושינויים אחרונים למשל אם נתסכל קצת אחורה - מגדל שלום בת"א פעם היה המרכז והוא דעך, גם פיזית וגם עניינית. אלנבי היה פעם מרכז, רחוב מאוד מרכזי והוא איננו. שינקין היה מצוין והוא דועך. יש דינמיקה והנדל"ן משקף את זה והשוק לא מוכן לתת שיעורים של ריבית 0% ועוד 3% סיכון ולהוון את זה. הוא לא קונה את זה בזה. וזה התפקיד שלנו להגיד לכם – זה מה שאנחנו מאמינים שהשוק יקנה. כמובן שעכשיו אם יהיו מלא עסקאות ב-4.5% כמו בלונדון אני אהוון את זה ב-4.5%. אני לא אישית נגד המוסדיים או נגד הערכות גבוהות או נמוכות, אם כל השוק יתחיל לקנות תחנות דלק ובתי מלון בשיעורים כאלה אז בהתאמה קורה שאתה לוקח את הקניון עם הסיכונים שלו של האון-ליין. דרך אגב גם האון-ליין צריך לקחת אותו בפרופורציה, גם אנחנו הספדנו את בתי הקולנוע כשהיה את ה- DVD ו- VOD, ופתאום הם המציאו את עצמם מחדש, אז לא הייתי אומר עכשיו יש און-ליין אז אין יותר קניונים. זה נכון שאנשים רוצים את המפגש החברתי כמו שאנחנו נפגשים פה ולא מתכתבים בצ'אט עכשיו.

צחי זנזורי

אני חושב שמחירי המניות משקפים את כלל הפרמטרים שהוזכרו, סיכוני שוק, ביקוש, היצע, מגמות באון-ליין ועוד ובסופו של דבר זה כן מגולם. משווי השוק של חברת נדל"ן מניב הומוגנית, למשל בתחום המשרדים או המסחר, ניתן

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

לגזור אמדן לשיעור ההיוון שהשוק מעניק לנכסיה. אבל אם ריבית הבסיס ירדה ב- 2.5%-2 אז שיעור ההיוון צריך להתאים את עצמו, בין אם בצורה מלאה, ובין אם חלקית אבל זה נראה שבשנים האחרונות בפער בין השמאות לתמחור השוק היה מאוד בולט. אני הייתי רוצה לראות תאימות יותר גבוהה ולדעתי אי אפשר להתעלם מהתמחור שהשוק מעניק לחברות אלו וכפועל יוצא לתמחור נכסים. הדבר הנוסף זה באמת הפערים אולי התפיסתיים בין תמהיל נכסי הנדל"ן. בעבר נתפסו הקניונים כנכסים היותר דפנסיביים היום היום זה קצת משתנה.

שלומי שוב

השוק הגיב גם בקיצונות. עשינו קצת בדיקה אז ראינו באמת שביג יחסית שיש לה נכון קצת נכסים בארה"ב, זאת אומרת ששם באמת השוק כמעט, אם אתה עושה השוואה, הוא כמעט מתמחר אותם ב-0 או משהו כזה.

צחי זנזורי

כן, יכול להיות שביג היא פחות אינדיקציה בגלל התמהיל הגיאוגרפי והחשיפה לארה"ב וסרביה יש גם. אולי זה קצת יותר מורכב לקחת מכפיל ולהשוות את זה למליסרון.

עומר וונש

כשמדברים על הקניונים, המסחר ועל השיווק, הנתון החשוב ביותר איננו הפידיון, הנתון החשוב ביותר הוא רווחיות הסוחרים שמשלמים שכירות. האינטרנט בכלל, ומסחר מקוון בפרט, מאפשרים לצרכן לדעת כמעט כמו הסוחר. פעם היה פער מידע אדיר בין הקמעונאי לצרכן שהיתרגם לרווחיות גבוהה. כיום הפער הזה מאוד הצטמצם. גם אם לקוח צריך לקנות לילדה למחר משהו לשיעור ספורט, גם אם ירכוש את זה בקניון, הוא מודע למחיר במקומות אחרים ואז רווחיות הסוחר יורדת. היום הלקוח בודק לפני שבא לחנות או בודק אפילו כששוהה בחנות. הרווחיות משתנה והדינמיקה משתנה. לכן אם פעם בחנו קניון לפי עומס השכירות, זה שיקף רווחיות מסוימת של הרשתות שעבדו בו. היום הרווחיות שלהן נשחקת ולכן השכירות שהן יכולות לשלם יורדת (העומס האפשרי יורד).

שלומי שוב

אז מה אתה אומר בשורה תחתונה?

עומר וונש

מה זאת אומרת בשורה התחתונה?

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

שלומי שוב

מבחינתך כמשקיע.

עומר וונש

כמשקיע אני אומר שלדעתי התחרות בכלל ובשוק האופנה שרלוונטי לקניונים היא יותר חריפה. לכן סביר להניח ששיעורי הרווחיות ייפגעו. צריך לראות את הדינמיקה ולהבין איזו שכירות הם יכולים לשלם בזמן הארוך.

צחי זנזורי

לגבי תמחור מניות הנדליין, דיברנו פה בדצמבר בסביבת שוק הון ותשואות אג"ח שעלו פה בצורה משמעותית, זה כמובן השפיע גם על תמחור המניות של חברות הנדליין. המגמות והשפעת האון ליין לא התחילה היום, ועם כל זה בחודשים האחרונים, להערכתי, מה שמזיז את השווי של החברות האלה בצורה הכי משמעותית זה כרגע הסביבה הפיננסית וריבית הבסיס שירדה והשינוי בעקומי הריבית נראה שבמצב הזה השמאוויות קצת מתעלמות מזה.

נדב ברקוביץ

למגדל, אני מסכים איתם עם הנושא הזה, אני חושב שהיום אני מדבר עם מוסדיים בנושא של שווים אף אחד לא מדבר איתי על כמה המכפיל הון אלא מה תשואת ה-FFO. זה אבי ויהודית מכירים את זה יותר טוב. זה לא באמת משנה אם 1.75 או 1.7, אלא מה תשואת ה-FFO שהמשקיע כמשקיע רואה לנגד עיניו וזה הרבה יותר משמעותי ולצד זה תעודה שאומרת לא אכפת לנו כל כך מההון העצמי.

שלומי שוב

אני אנסח את מה שאתה אומר במילים יותר חריפות, אתה אומר תעודת עניות לכל בעלי המקצוע.

אנשי רשות המיסים, אתם מאוד משתוקקים לדבר, התעקשתם והצבעתם.

שמוליק ווינשטיין

לא הצבענו, בשלב הזה באנו לשמוע.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

אבי לוי

אז לי יש משהו להגיד לאנשי רשות המיסים. בשולחן הזה ישבנו ודיברנו עשרות פעמים על נושא הריכוזיות ועל נושא הבנקים, הועדות ומה עושים ואיך עושים, ויצרו חוקים לריכוזיות. הנה כמה מפלצת שקוראים לה אמזון והכל בסדר. המדינות בעולם מתרגשות מאוד אבל מדינת ישראל אני חושב שהיא היום המדינה האחת והיחידה שנותרה בעולם שמסבסדת את אמזון, שמסבסדת את האינטרנט. הנושא של ויתור על המע"מ, וזה לא ה-75\$, אין גבול מכיוון שהקונה הישראלי יודע לפצל את החבילות לחבילות של 75\$, ואתם יודעים מה - גם אם אני מזמין משהו ב-750\$, הדואר לא מסוגל לבדוק את הדבר הזה וזה עובר חלק ולא משלמים שום מס. מדינת ישראל אני חושב שהיא היחידה היום שמסבסדת את הענף. עכשיו בוא נראה מה קרה בעולם. באמריקה בית המשפט הפדרלי הטיל מס על כל הרכישות באינטרנט לפי ה-STAT TAX. באירופה ביטלו את הפטור על האינטרנט. אוסטרליה ביטלה את הפטור, לא זו בלבד שביטלה את הפטור היא הטילה מס של 10% על כל הרכישות מאתרים בינלאומיים לאוסטרליה. הודו הוציאה חוק שאסר על מכירות דרך האינטרנט אם אותו המוצר לא נמכר ברצפת המכירות במדינה, 40% מהקניות של האינטרנט נחסמו באותו הרגע. ורק מדינת ישראל נלחמת ביוקר המחייב ומסבסדת את האינטרנט. עכשיו אני אגיד לכם משהו על יוקר המחייב – רשת זברה שהגישה בקשה להקפאת הליכים, רשת שמכרה מוצרים ב-20-30 ש"ח, אין ספק שזה מוצר הכי זול, הכי פשוט, אין בעיה של יוקר מחייב. רשת זברה – איזה סיבה יש שהיא תשלם מס ערך מוסף של 5 ש"ח על כל מוצר שהיא מוכרת, בעוד אותו מוצר נמכר באמזון ולא משלם את המס הזה. הם לא מתרגשים, ישבנו עם רשות המיסים כשהיה משה אשר, ישבנו עם שי באבד וישבנו עם מרידור מאגף התקציבים – כולם היו ואמרו שצריך לבטל את הפטור הזה. אלא מה, הפוליטיקאים לא יודעים להזיז את הדברים.

שלומי שוב

תראה יש עכשיו בחירות.

שמוליק ווינשטיין

זה לא אצלנו, החלטות פופולריות או לא.

אבי לוי

אבל אתם צריכים לעשות את העבודה.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

שלומי שוב

אני חושב שרשות המיסים תומכת בזה, יש פה באמת עמדה שהייתה של שר האוצר, של כחלון.

אבי לוי

אז פה מהשולחן הזה צריכה לצאת עכשיו קריאה שבאיזשהו מקום מדינת ישראל, כמו שהמדינות בעולם מנסות להתגונן מפני המפלצת הזאת, ואין ספק שהשפעה הכלכלית של המפלצת הזו תהיה הרסנית. ואנחנו לא נגד טכנולוגיה, אבל בטח ובטח לא סבסוד המפלצת.

עומר וונש

אם אמזון פותחים מרלוי"ג פה בארץ הם גם ישלמו מע"מ. האפליה נוצרת רק מהזמנות מחו"ל.

שלומי שוב

בדיוק, אבל על זה הוא מדבר.

אבי לוי

אותו דבר באוסטרליה, הטילו מס על הקניות בחו"ל.

אבי לוי

אני מדבר על הייבוא, אני אומר קודם כל בוא נשווה. אוסטרליה לא רק שהיא השוותה היא הטילה מס.

שלומי שוב

ברור ולכן יכול להיות שאמזון עדיף לה לא לפתוח פה.

צחי זנזורי

אין פה ריטיילרים סביב השולחן, שיציגו זאת, אבל להבנתי קמעונאיות אחרות שניסו לעשות הפוך, ולמכור מאתר בחו"ל נבלמו.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

ירון אשל

היה ניסיון של פוקס, זה לא עבד.

שלומי שוב

יש פה באמת נקודה מאוד חשובה שחשוב להעלות אותה. אנחנו גם מוטרדים מהמצב העסקי, לא רק מהזווית שלך אלא בכלל של הקמעונאים, במיוחד של קמעונאיות האופנה.

אמיר ברנע

יש איזו סיבה, אתה יכול לציין איזו סיבה מבחינת חוקי המס, לפער הזה?

שמוליק ווינשטיין

זה לא שייך, זה עניין של מדיניות המיסים שבאה מהפוליטיקאים. עובדה שבשיחות עם אנשי מקצוע ההיגיון פה הוא ברור. יש רעיון של לפתוח פה איזשהו מצב מונופוליסטי פה ושם או חוסר בתחרותיות, ברמת המדיניות כן, אבל באופן גורף או במקומות שאין את הבעיה של תחרות אבי צודק לגמרי. זו שאלה של מדיניות.

אמיר ברנע

איך נעשית ההבחנה? אם אני מייבא מוצר ומוכר בחנות שלי אני משלם מע"מ. אם אני מייבא מוצר מקוון אני לא משלם מע"מ?

אבי לוי

כן

שלומי שוב

אבל עד \$75.

אמיר ברנע

אבל איך נעשית ההבחנה? הרי זה אותו דבר, זה בגלל שיש מתווכ בארץ? זה כל ההבדל?

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

אבי לוי

אתה יודע שזה לא עד \$75, אתה מסכים איתי שזה לא \$75, מחלקים את זה לארגזים שונים.

אמיר ברנע

לא הבנתי מה יוצר את ההבדל מבחינת פורמלית, מבחינת החוק? אם זה דרך מתווך יש חנות שכל מה שהיא עושה היא מייבאת אני יודע מה בונבוניירות מהולנד ומוכרת לי את זה בקניון רמת אביב ומשלמים מע"מ מלא, נכון? אם אני את אותן בונבוניירות מביא דרך נניח אמזון אז אני פטור, אז כל ההבדל הוא שאין מתווך? מה יוצר את ההבדל?

שמוליק ווינשטיין

ברגע שאתה מציג את זה כלוחס צדק אני מתייצב לצדך, אני מרגיש בדיוק כמוך, כצרכן.

אמיר ברנע

פורמלית, למה החנות לא יכולה להגיד אנחנו אמזון, לקרוא לעצמה אמזון ולהגיד אני מוכרת לך שיווק ישיר עד \$75?

שמוליק ווינשטיין

ברמת הזעקה, אני זועק יחד איתך. החשיבה היא לא אצלנו, אלא ברמה של פוליטיקאי שמחפש להיות אהוד.

יניב פגוט¹

ההשפעה של כניסת הנגיד אמיר ירון לתפקידו כנגיד בנק ישראל בסוף שנת 2018 דרמטית לתמחור נכסי נדל"ן מניב ובהם קניונים הרבה יותר מכניסה אפשרית של אמזון לישראל. הנגיד החדש והלא מוכר בזירה המקומית אשר עם כניסתו לתפקיד חששו כי הוא מחזיק בעמדות ניציות התגלה כיונה. כל זמן שהריבית הריאלית הקצרה שלילית הדבר מנפח את תמחור הנכסים הסחירים וכפועל יוצא מעלה את האטרקטיביות של הנכסים הלא סחירים ובהם הקניונים והמרכזים המסחריים. רבים וטובים מן האנליסטים נגררים אחר תמחור השוק ולשם כך מתעלמים מהערכות השווי של השמאים הרלוונטיים ומהוונים את הנכסים במקדמי היוון נמוכים מהותית מהערכות השווי. יתר על כן הם מתעלמים מחלק לא מבוטל מהתחייבות המיסים הנדחים ומהוונים את צבר היזמות העתידי במקדמי היוון "רזים".

¹ התווסף לאחר הדיון

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

אין כמעט מניית נדל"ן מניב אחת שניתן לרכוש כיום בבורסת תל אביב ולצפות לאפ סייד נדיב ללא שימוש בפרקטיקה זו או לחלופין בכלל האצבע הפופולארי שכבש את ישראל מכפיל FFO.

האנמוליה של חולשת סקטור ההלבשה וההנעלה בישראל אל מול עוצמת המרכזיים המסחריים והקניונים לא יכולה להמשך בטווח הארוך. 3 רשתות הביגוד הגדולות בבורסה מנהלות למעלה מ-1000 חנויות ומתקשות להרוויח מכסף, מה יקרה אם גולף או קסטרו יאלצו להקטין באופן חד את פרישת החנויות שלהם?

על ציר הזמן הקניונים אמנם ישנו תמהיל עסקים ויקטינו חשיפה לאופנה ואולם הם חשופים לשחיקה בהכנסות העתידיות שכן מרבית העסקים החלופיים המוזכרים כמועמדים להחליף את חנויות האופנה (בתי קולנוע, חדרי כושר, מרפאות וכו') הם עסקים המשלמים פחות שכ"ד מחנויות האופנה ולפיכך גם בתרחיש סביר של תפוסות גבוהות עשוי השווי הכלכלי העתידי של מרכזיים מסחריים רבים להיפגע.

נדרש גילוי ברור בדוחות הכספיים של חברות הנדל"ן המניב ביחס להנחות לשוכרים, הלוואות, השתתפות בשיפורים במושכר, גרייסים ברמה רבעונית ומצטברת וברמת נכסים מרכזיים. קשה ללמוד על האמור מן הדוחות הכספיים במתכונת הנוכחית ומדובר במידע קריטי למשקיעים.

שלומי שוב

אנחנו ברשותכם רוצים לסיים, דווקא אני חושב שסביב זה שדרך עידוד. בהחלט יש פה שאלה של מדיניות, אתה יודע אנחנו לקראת בחירות. יכול להיות שיהיו גם חילופים בעמדות של השרים ויכול להיות בהחלט שזה יגיע. לדעתי צריך לשקול את זה מהר מאוד כי אנחנו רואים את המצב של הקמעונאיות. מילה לסיכום, אנחנו במפגש אחרון של העונה לפני הפגרה, אתם יודעים האקדמיה יוצאת לפגרה החודש. אנו מודים לכם, אני חושב שהיה דיון מעניין.

אמיר ברנע

אנחנו מודים למשתתפים על כל העונה הזאת, זאת הייתה עונה עשירה באירועים וניפגש בעונה הבאה.

תודה רבה.

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

על הפורום:

מטרת "פורום שווי הוגן" (Fair Value Forum (FVF), הפועל במסגרת התכנית בחשבונאות של בית ספר אריסון למנהל עסקים במרכז הבינתחומי הרצליה, היא לתרום לאיכות המידע בשוק ההון, ולייצר שיח מקצועי פורה בנושא. הפורום שמקיים מפגש חודשי, משמש קבוצת חשיבה שמייצרת דיוני עומק בסוגיות שנמצאות על סדר היום ומשמש פלטפורמה לשיתוף ידע, זיהוי בעיות, תהליכים ומגמות וכ- Best Practices למדווחים, לרואי החשבון ולמשקיעים.

הפורום, בייסודם של פרופ' אמיר ברנע, הדיקן המייסד של בית ספר אריסון למנהל עסקים, ורו"ח שלומי שוב, ראש תכנית חשבונאות וסגן דיקן, בית ספר אריסון למנהל עסקים, כולל מומחים מובילים מהאקדמיה ומהפרקטיקה בתחומי החשבונאות הפיננסית, הכלכלה והמימון וכן משתתפים בו נציגים של מדווחים, אנליסטים וגופי הרגולציה הפיננסית בישראל וחיבור בין תחומי הידע השונים.

סיכומי הדיונים שמתפרסמים לציבור הרחב מבוצעים על ידי הצוות המקצועי של הפורום המורכב מבוגרים מצטיינים של התכנית בחשבונאות.

אתר הפורום: www.fvf.org.il