

רשות ניירות ערך - ממצאים בקשר עם הערכות שווי נדל"ן והערכות שווי פעילות: ליקויים וכשלים שנמצאו במסגרת בדיקת סגל רשות ניירות ערך (יוני 2026)

לקוחות וידידים נכבדים,

לעדכוןכם, ביום ה-14 ביוני 2026 פרסמה מחלקת תאגידים ברשות ניירות ערך (להלן: "סגל הרשות") דוח ריכוז ממצאים בקשר עם הערכות שווי נדל"ן והערכות שווי פעילות (להלן: "דוח הממצאים"), שמטרתו לשקף ממצאים עיקריים שעלו בבדיקות הערכות שווי ושמאוויות שביצע סגל הרשות בשנה האחרונה, כמו גם את עמדת סגל הרשות בקשר אליהם, וזאת לשם שיפור וטיוב השיטות המיושמות והגילוי במסגרת הערכות השווי.

בחינת סגל הרשות, כפי שעולה בדוח הממצאים, הצביעה בחלק מהמקרים על קיומם של **ליקויים וכשלים ביחס לגילוי, לאומדנים ולהנחות** אשר עמדו בבסיס הערכות השווי.

לדוח הממצאים כפי שפורסם על ידי סגל הרשות, [לחצו כאן](#).

דוח הממצאים מצטרף לדוחות ריכוז ממצאים נוספים אשר פורסמו בשנים האחרונות בנושא שווי הוגן על ידי סגל הרשות, בין היתר ⁽¹⁾:

- דוח ריכוז ממצאים מיום 9 באפריל 2025 (למבזק המחלקה המקצועית, [לחצו כאן](#))
- דוח ריכוז ממצאים מיום 26 בפברואר 2024 (למבזק המחלקה המקצועית, [לחצו כאן](#))
- דוח ריכוז ממצאים מיום 21 ביוני 2022 (למבזק המחלקה המקצועית, [לחצו כאן](#))

⁽¹⁾ רשימה זו אינה מהווה רשימה ממצה של כלל עמדות רשות ניירות ערך שפורסמו בשנים האחרונות בנושא שווי הוגן. לרשימה המלאה, ראו במסגרת נספח א' לדוח הממצאים בקישור לעיל.

בטבלה להלן ריכזנו עבורכם בתמצית את עיקרי הנושאים אשר עלו במסגרת דוח הממצאים:

נושא	תת-נושא	נסיבות המקרה בתמצית ועמדת סגל הרשות
הערכות שווי	הערכת שווי של פעילות	1. ייחוס שווי לפרויקטים שעדיין לא הגיעו לרוב דרוש נסיבות המקרה כחלק מהנחות המפתח בהערכת השווי, הונח כי הפרויקטים יגיעו לרוב דרוש מבין בעלי הזכויות בקרקע (67%) על פי דין לצורך קידום הפרויקט, ובהתאם לכך נקבע שווי בשיטת היוון תזרים מזומנים גם לפרויקטים ששיעור החתימות בהם עמד על 50%.
כלכליות לקביעת שווי פעילות	עסקית העוסקת בתחום ההתחדשות העירונית	עמדת סגל הרשות - ביחס לפרויקט שבו חסרה חתימה אחת בלבד להשגת הרוב הדרוש, סגל הרשות קיבל את עמדת החברה שלפיה ניתן לקבוע את השווי בשיטת היוון תזרים מזומנים. עם זאת, בנסיבות אלה נדרש להביא בחשבון את אי הוודאות הקיימת באמצעות הנחת מקדם דחייה ושיעור היוון גבוה יותר. - ביחס לפרויקטים ששיעור החתימות בהם עמד על כ-50%, סגל הרשות לא קיבל את עמדת החברה, וסבר כי רמת המהימנות של שיטת היוון תזרים מזומנים נמוכה, מאחר שבשלב זה רמת אי הוודאות באשר למימוש הפרויקטים גבוהה מאוד. לפיכך, יש להעדיף שיטה הקובעת את שווי הפרויקטים הללו על פי עלות ההשקעה שהושקעה בהם עד למועד ההערכה, או לחלופין על פי התמורה המקובלת בגין מכירת חתימות ליזם בפרויקטים שטרם הגיעו לרוב הדרוש.

נושא	תת-נושא	נסיבות המקרה בתמצית ועמדת סגל הרשות
הערכות שווי כלכליות לקביעת שווי פעילות (המשך)	הערכת שווי של פעילות עסקית העוסקת בתחום ההתחדשות העירונית (המשך)	2. קביעת שיעור ההיוון ושקלול מקדם תוחלתי בתזרים נסיבות המקרה הערכת השווי כללה שימוש בשיעור היוון אחיד לכלל הפרויקטים, ללא הבחנה בין הפרויקטים בהתאם לסטטוס התכנוני שלהם. כמו כן, במסגרת תחזית תזרימי המזומנים לא שוקלל מקדם אי וודאות. עמדת סגל הרשות - בפרויקטים שבהם טרם אושרה תב"ע, יש לשקלל במסגרת תזרימי המזומנים מקדם אי ודאות המשקף את ההסתברות לכך שהפרויקט לא ייצא אל הפועל. - יש לקבוע את שיעור ההיוון תוך התחשבות במצבו התכנוני של הפרויקט, הסיכונים הכרוכים בו בהתאם למצבו התכנוני, לרבות שינוי אפשרי במדיניות התכנונית אשר עשוי להביא להפחתה בשיעורי הרווחיות הצפויים. - בנסיבות המקרה, היה על החברה לקבוע את שיעור ההיוון בהתאם לסטטוס התכנוני של כל אחד מהפרויקטים, חלף שימוש בשיעור היוון אחיד לכלל הפרויקטים. 3. סבירות ההנחות בבסיס דוח "0" - עלות בניית מרתפים - במסגרת דוח ה-"0" ששימש בסיס לתחזית המזומנים של פרויקט התחדשות עירונית בצפון הארץ, הניחה החברה כי עלות הקמת קומת המרתף תעמוד על סכום נמוך שאינו סביר. - משלא היו בידי החברה נתונים מספיקים התומכים בסבירות ההנחה, עדכנה החברה את עלויות הקמת המרתפים במסגרת הערכת השווי כך שישקפו עלויות מקובלות בפרויקטים דומים ובהתאם למחירוני עלויות בענף. - עלויות מימון שהונחו - החברה תכננה לממן את פעילותה באמצעות הלוואות משלימות להון עצמי (הלוואות מזנין). במסגרת ההנחות שעמדו בבסיס הערכת השווי, החברה הניחה כי עלות החוב בגין הלוואות מזנין תעמוד על ריבית שנתית של 10%, בעוד שמנתונים נצפים בשוק עלה כי חברות אשראי חוץ בנקאי נוהגות לתמחר הלוואות מסוג זה בריבית גבוהה יותר באופן משמעותי. בהמשך להערות סגל הרשות, עדכנה החברה את הנחתה ביחס לעלות החוב של הלוואות המזנין כך שתשקף את טווח הריביות המקובל בתחום פעילות זה.
ביסוס שווי הוגן על משא ומתן שהופסק למכירת הפעילות המוערכת		נסיבות המקרה שווי פעילות הנמדדת בדוחות החברה לפי שווי הוגן התבסס על הצעת מחיר שנגזר מהצעת-Non Binding Offer (NBO) שהתקבלה 3 רבעונים קודם לפרסום הדוחות, זאת על אף שהמשא ומתן לא הבשיל לכדי עסקה מחייבת ואף הופסק בסמוך למועד קבלת ההצעה הלא מחייבת. עמדת סגל הרשות השווי אמור לשקף את המחיר שהיה מתקבל בעסקה רגילה בין משתתפי שוק במועד המדידה, על בסיס הנחות עדכניות ומידע זמין. העובדה שהמשא ומתן לא הבשיל, לצד חלוף הזמן, חייבה בחינה מחודשת של המשך ההסתמכות על המחיר שנקבע ב-NBO כעוגן בלעדי לשווי.

נושא	תת-נושא	נסיבות המקרה בתמצית ועמדת סגל הרשות
הערכות שווי כלכליות לקביעת שווי פעילות (המשך)	צירוף הערכת שווי המבוססת על הנחות ואומדנים שאינם נתמכים בנתונים נצפים ומהימנים	נסיבות המקרה - החברה חתמה על הסכם קומבינציה עם בעלי קרקע, לפיתוח מתחם מעורב שימושים. - נכון למועד התשקיף, לא הייתה תב"ע מאושרת למתחם, והחברה הייתה מצויה בשלב קידום התוכנית מול רשויות התכנון, כשהיקף ההשקעה בפועל בפרויקט באותה עת הסתכם <u>במיליוני שקלים בודדים</u>. - הערכת השווי אמדה את שווי הנוכחי של החברה <u>בהיקף של מאות מיליוני ש"ח</u>, זאת בהתבסס על הנחות, אומדנים ותחזיות עתידיות, כאשר חלק ניכר מההנחות התבסס על תרחישים עתידיים המאופיינים ברמת אי ודאות משמעותית ועל פרמטרים סובייקטיביים, אשר אינם נתמכים בנתונים נצפים או מהימנים. - הערכת השווי לא שימשה למדידה בדוחות הכספיים ולא עברה בקרה של רואה החשבון המבקר. - החברה לא הייתה מחויבת לצרף הערכת שווי כאמור, והיא <u>בחרה מרצונה</u> להכין את הערכת השווי ולצרפה לתשקיף. עמדת סגל הרשות במקרים בהם חברה מצרפת הערכת שווי, בין אם לצורך תמיכה בביסוס נתונים המוצגים בדוחותיה הכספיים ובין אם למטרות אחרות, על הערכת השווי להתבסס על תשתית עובדתית מספקת ולבסס באופן נאות את האומדנים והנחות היסוד שבבסיס הערכת השווי. גם במקום שבו לא קיימת חובה לצרף עבודה כלכלית, על חברה להימנע מלצרף באופן וולונטרי עבודה כלכלית שאינה עומדת בסטנדרטים כאמור.
שמויות מקרקעין	הערכת שווי של שני מרכזים מסחריים במחוז חיפה	כחלק מהבדיקות השוטפות המבוצעות מעת לעת על ידי סגל הרשות, בחן הסגל את סבירות הערכת שווי של שני נכסים מסחריים הממוקמים בסמיכות האחד לשני. מדובר בשני נכסים מסחריים הכוללים זכויות בניה בלתי מנוצלות ובאחד מהם ישנם גם שטחי תעסוקה. 1. מתן שווי לזכויות בניה נוספות מקום שבו אין היתכנות גבוהה לפיתוח הזכויות נסיבות המקרה באחד מנכסי החברה קיימות זכויות בניה נוספות בלתי מנוצלות לבניית קומת מסחר נוספת אשר אמורות להגדיל באופן משמעותי את היקף השטחים לשיווק. עלתה שאלה, האם משתתף שוק ייחוס שווי לזכויות הבניה והאם בכלל קיימת כדאיות כלכלית בפיתוח הנכס, בהתחשב בכך ש: בנכס האמור עומסי הפדיון של השוכרים הקיימים היו גבוהים יחסית; החברה התקשתה להשכיר את השטחים המסחריים במרכז המסחרי הסמוך; הנכס המוערך לא היה זכות בעלות אלא זכות חכירה ותקופת החכירה מסתיימת בעוד כ-20 שנים. עמדת סגל הרשות החברה לא ביססה את ההיתכנות והכדאיות הכלכלית למימוש הזכויות הנוספות, לרבות כיצד פיתוח הנכס ישפיע על פדיונות המרכז המסחרי והחניון בתקופת ההקמה ולאחריה, וזאת כאמור בשים לב בפרט לתקופת החכירה הנותרת והעובדה כי הנכס טרם הגיע לייצוב מבחינת הפדיונות ועומס השוכרים. 2. ייחוס שווי לדוכנים שהפעלתם אינה מוסדרת בהיתר נסיבות המקרה החברה ייחסה שווי באחד מנכסיה לשטחים המיועדים על ידה להשכרה למפעילי דוכנים, אף שהפעלתם אינה מוסדרת בהיתר ואשר מעולם לא הושכרו. לאור נסיבות אלו, הכנסות הדוכנים הוונו בשיעור היוון גבוה מזה ששימש להיוון השטחים הפנויים, וכן נלקח בחשבון מקדם דחייה המשקף את אי הוודאות בדבר מימוש הפוטנציאל כאמור. עמדת סגל הרשות משתתף שוק סביר לא יהיה מוכן לשלם עבור תזרימי מזומנים עתידיים הנובעים מזכויות שאינן מוסדרות בהיתר כשהפוטנציאל להפקת תזרימי המזומנים ואישור הזכויות מוטל בספק או שדורש תשלום לצורך הסדרתו, אשר לא הובא בחשבון.

נושא	תת-נושא	נסיבות המקרה בתמצית ועמדת סגל הרשות
שמויות מקרקעין (המשך)	הערכת שווי של שני מרכזים מסחריים במחוז חיפה (המשך)	3. חילוץ שיעור היוון מעסקאות בשוק נסיבות המקרה במסגרת הערכת השווי הוצגו מספר רב של עסקאות השוואה וזאת ללא כל הסבר או ניתוח המאפשר להבין את אופן קביעת שיעור היוון ששימש בסיס לשומה, ובפרט: הצגת עסקאות השוואה של נכסים בעלי מאפיינים שונים; שימוש בעסקאות לרכישת שטחי משרדים המהווים חלק מבניין (בעוד שברכישת חלק מבניין משרדים הרוכש לא מביא בחשבון סיכונים הקשורים לניהול נכס בכללותו ועל כן טבעי שיציגו שיעורי תשואה משתמעת נמוכים יותר); התייחסות למאפיינים ייחודיים של עסקת ההשוואה. עמדת סגל הרשות מצופה מחברות להציג במסגרת הערכות השווי ניתוח ברור ומנומק של עסקאות ההשוואה וההתאמות שבוצעו, באופן שיאפשר להבין את אופן קביעת שיעור היוון. שימוש בעסקאות השוואה לצורך קביעת שיעור היוון מחייב ניתוח כלכלי המתייחס למאפייני העסקה, וכן בחינה של מידת התאמת העסקה לנכס נשוא השומה. היעדר התאמות מדויקות לעסקאות ההשוואה, עלול להביא לקביעה שגויה של שיעור היוון וכפועל יוצא לטעות בהערכת השווי.
		4. משאים ומתנים להשכרת שטחים נסיבות המקרה מעריך השווי הניח במסגרת הערכת השווי כי שטחים שנמצאים במשא ומתן במועד עריכת השומה יושכרו, תוך היוון ההכנסות שאמורות לנבוע משטחים אלו באותו שיעור היוון ששימש להיוון השטחים המושכרים, וזאת מבלי שניתן גילוי לכך. כמו כן, בדיעבד התברר שחלק מהמשאים ומתנים לא הבשילו לכדי הסכמים מחייבים וחלקם נחתמו בדמי שכירות נמוכים מאלו שהונחו. עמדת סגל הרשות יש לנהוג במשנה זהירות כאשר מסתמכים בתחזית ההכנסות על משא ומתן להשכרת שטחים פנייים. על מעריך השווי לאמוד את המסוימות של המשא ומתן, תוך התייחסות לשלב שבו הוא נמצא ולקבוע האם בכלל ניתן להסתמך עליו באותה נקודת זמן. במקרים שבהם הגיע מעריך השווי למסקנה כי ניתן להסתמך על המשא ומתן, עליו לתת גילוי ברור בהערכת השווי לאותם משאים ומתנים וכן לקחת מקדמי ביטחון, על מנת לגלם את האפשרות הקיימת כי ההסכמים לא יחתמו לבסוף או יחתמו בתנאים שונים מאלו שהובאו בחשבון.
		5. היעדר ניתוח של עומס הפדיונות נסיבות המקרה בדיקת סגל הרשות העלתה כי חלק מהשוכרים בנכס פועלים תחת עומס פדיון חריג במיוחד, ולמרות זאת הערכת השווי לא כללה כל התייחסות לעומס הפדיון של השוכרים והנתון לא קיבל ביטוי במסגרת קביעת השווי. כמו כן, החברה העניקה לחלק מהשוכרים הקלות שונות בתשלומי השכירות, אשר לא קיבלו ביטוי במסגרת הערכת השווי. עמדת סגל הרשות לא ניתן להתעלם מהסיכון המוגבר הנובע מעומס פדיון חריג, ויש להביאו בחשבון במסגרת הערכת השווי, כפי שכל משתתף שוק היה מביא בחשבון בעת תמחור שווי הנכס. לעניין ההקלות בדמי השכירות, היה מקום לשקף אותן באמצעות התאמות לשווי.
		נסיבות המקרה לצורך קביעת שווי נכס משרדים מניב במרכז הארץ, ששיעור התפוסה בו עמד על כ-80%, בוצע שקלול בין גישת ההשוואה לבין גישת היוון ההכנסות. השווי שנקבע בהתאם לגישת ההשוואה היה גבוה בכ-10% מהשווי שנקבע מגישת היוון ההכנסות. עמדת סגל הרשות בשימוש בגישת ההשוואה היה על החברה להביא בחשבון שהחוזים הקיימים בנכס הינם בתנאים נחותים ביחס לתנאי שוק (לכל הפחות למועד סיום חוזי השכירות) - עובדה המצריכה הפחתה של שווי הנכס בהשוואה לנכסי ההשוואה.

נושא	תת-נושא	נסיבות המקרה בתמצית ועמדת סגל הרשות
שמואיות מקרקעין (המשך)	שימוש בגישת ההשוואה לצורך הערכת שווי שטחים פנויים	נסיבות המקרה במסגרת הערכת שווי של פרויקט הכולל שטחי מסחר ומשרדים, והמצוי בשיעור תפוסה נמוך של כ-30%, נעשה שימוש בגישת היוון ההכנסות לשטחים המושכרים ובגישת ההשוואה לשטחים הפנויים. שווי השטחים הפנויים למ"ר שנקבע בהערכת השווי היה גבוה מעסקאות שבוצעו בפרויקט אחר של החברה באותו אזור ואף גבוה ממחירי שוק שנצפו בחלק מהעסקאות באזור. יתר על כן, השווי למ"ר פנוי שהונח בהערכת השווי היה גבוה מהשווי המגולם למ"ר מושכר. עמדת סגל הרשות בדרך כלל, אם לא חלה עליית מחירים המלמדת על כך שהשכירויות הקיימות בנכס אינן בתנאי שוק, לא ניתן לקבל תוצאה שלפיה שווי שטח פנוי גבוה משווי משטח מושכר, במיוחד כאשר רמת הסיכון בו גבוהה יותר וקיימת היסטוריה המעידה על קושי באכלוס. בנוסף, לא ניתן לעשות שימוש בנתוני השוואה המייצגים רכישה של משרדים בודדים/קומות בודדות על מנת להעריך שווי של נכס בכללותו.
הערכת שווי מלון המסווג כרכוש קבוע	נטרול שווי פעילות עסקית משווי הנכס	נסיבות המקרה חברה הפועלת בתחום האירוח סיווגה בדוחותיה הכספיים את נכס הנדל"ן בו מבוצעת הפעילות העסקית כרכוש קבוע בשווי הוגן הנמדד בהתאם למודל הערכה מחדש תחת הוראות IAS 16, כאשר השווי ההוגן נקבע בהתבסס על היוון תזרימי המזומנים הצפויים של הפעילות (DCF). במסגרת הערכת השווי, שווי הנכס כלל שווי של נכסים בלתי מוחשיים ומוניטין. עמדת סגל הרשות בעת הערכת שווי של נכס נדל"ן המשמש לפעילות תפעולית עסקית, כדוגמת מלון, נדרש "לנטרל" את שווי הרכיב התפעולי משווי הנכס על מנת להציג את שווי הרכוש הקבוע בלבד. במקרה המתואר, נדרש היה לבצע התאמות לשיעור ההיוון על מנת לגלם הפחתה של הרכיב התפעולי.
הערכת שווי של מלון המסווג כנדל"ן להשקעה על בסיס הסכם ניהול שנחתם מול בעל השליטה		נסיבות המקרה מלון המסווג כנדל"ן להשקעה ונמדד בשווי הוגן הופעל על ידי צד קשור לבעל השליטה בתמורה לדמי שכירות שנתיים. ככל שהמלון יסב הפסדים לחברת התפעול, אין כל מחויבות או ערבות של בעל השליטה להמשיך ולשלם את דמי השכירות. שווי המלון בספרי החברה נאמד, בין היתר, בהתבסס על חוזה שכירות שנחתם עם בעל השליטה, אשר קבע דמי שכירות שנתיים הגבוהים במאות אחוזים מדמי השכירות לפי הסכם התפעול הקודם וזאת מקום בו יחס הכיסוי (הוצאות שכירות ביחס ל-EBITDA), מראה כי בהתאם לביצועי העבר של הנכס, הסכם השכירות יביא להפסדים גבוהים של המתפעל. עמדת סגל הרשות דמי השכירות שנקבעו בהסכם אינם משקפים תנאי שוק שיובאו בחשבון על ידי משתתף שוק ולפיכך לא ניתן להסתמך עליהם לצורך קביעת שווי בית המלון. לא ניתן לבסס את שווי המלון אך ורק באמצעות עסקאות ההשוואה, תוך התעלמות מהביצועים ההיסטוריים של המלון ויחסי הכיסוי בפועל. עשויה להיות שוונות מהותית בין שווי מלונות כאשר מבוצעת השוואה על בסיס פרמטרים כמותיים כגון מחיר לחדר, וזאת בשל ריבוי משתנים איכותיים המשפיעים על הביצועים הכלכליים של הנכס.

נושא	תת-נושא	נסיבות המקרה בתמצית ועמדת סגל הרשות
גילוי	הצגת מספרי השוואה	נסיבות המקרה חברה פרסמה הערכות שווי, אשר כללו את תחזיות תזרימי המזומנים לשנים הבאות וזאת ללא הצגה <u>השוואתית</u> של ביצועי הפעילות ההיסטוריים. עמדת סגל הרשות הצגת הנתונים כאמור, מקשה על בחינת סבירות ההנחות של החברה ביחס לתזרימי המזומנים העתידיים וכן על ניתוח המגמות של הפעילות המוערכת.
	גילוי בעבודת הקצאת עודפי עלות רכישה (PPA)	צירוף חוות דעת מומחה שעליה מבוססת הערכת שווי עבודת PPA אשר בוצעה להקצאת עלות רכישה של פעילות התחדשות עירונית, כללה שווי פעילות שהתבסס ברובו על <u>תזרימי המזומנים המבוססים על דוח אפס חתום על ידי שמאי</u> ואשר כולל הנחות מהותיות ביחס לתזרימי המזומנים. <u>דוח האפס לא צורף לעבודת ה-PPA</u>, למרות דרישת תקנות ניירות ערך לצירוף הערכות שווי של מומחים נוספים עליהם מתבססת הערכת שווי. בהמשך לדיונים מול סגל הרשות, החברה צירפה לדוחותיה את דוח האפס של הפרויקט. הצגת תזרימי המזומנים המבוססים את שווי הפעילות הנרכשת עבודת PPA אשר בוצעה להקצאת עלות רכישה של פעילות העוסקת בתחום האנרגיה <u>לא כללה את תזרימי המזומנים החזויים של הפעילות</u> אשר שימשו בסיס לעבודה, למרות דרישת תקנות ניירות ערך לצירוף תחזיות עליהם התבסס מעריך השווי. בהמשך לדיונים מול סגל הרשות, צורפו תזרימי המזומנים של הפעילות הנרכשת.

כתמיד, אנו עומדים לרשותכם במתן הבהרות לשאלות שיועלו על ידיכם.

בברכה,
המחלקה המקצועית
PwC Israel