

ZOOM-IN

השקעות נדל"ן בחו"ל

4 כלים אנליטיים בסיסיים

שכל משקיע נדל"ן בחו"ל צריך להכיר

מטרת נייר זה הינה להקנות היכרות ראשונית ובסיסית עם עולם השקעות הנדל"ן והמונחים הקשורים בו. נייר זה אינו כולל את כלל ההיבטים והתרחישים אותם יש לקחת בחשבון לצורך קבלת החלטות מקצועיות והוא מהווה, כאמור, כלי מידע בסיסי וכללי מאד לניתוח השקעות נדל"ן. להבנה וניתוח מלאים בבחינת השקעות נדל"ן, מומלץ להתייעץ עם מומחים. אין לקבל החלטה בנוגע להשקעה בנדל"ן על בסיס מסמך זה בלבד. אין באמור במסמך זה כדי להוות בכל צורה שהיא עצה או הצעה בקשר לביצוע השקעות נדל"ן.

כמו בכל העולם, גם בישראל משקיעים רבים מחפשים אפיקי השקעה אלטרנטיביים בחו"ל. מאז המשבר הגלובלי, עשרות אם לא מאות של "יזמים בנדל"ן בחו"ל" צצו כפטריות אחרי הגשם ומציעים את מרכולתם בישראל. חלקם הגדול של משווקי השקעות אלו הם אנשי שיווק, שנוקטים באסטרטגיה של שיווק אגרסיבי, המסתמך על סיסמאות וסלוגנים ריקים. "מולטיפמילי", "ברלין החמה" או "ניו יורק רותחת" הן חלק מהסיסמאות שמציפות את השוק והפכו לשם נרדף להשקעות נדל"ן בחו"ל.

עם סיסמאות לא בוחרים אפיק השקעה בנדל"ן. עם כלים כן.

צוות האנליסטים של פרופימקס בנה עבורכם המשקיעים 4 כללים אנליטיים לבחינת השקעה בנדל"ן. אנו סבורים כי כללים אלו אינם מספיקים כדי לקבל החלטה על השקעה בעסקה מסוימת, ולכן אנו ממליצים להשקיע עם חברות שעורכות תהליך של בדיקת נאותות של מנהל ההשקעה המקומי וכן בוחנות כל השקעה בקפדנות, אבל יישום של הכללים במאמר זה, עשוי לפחות להצביע על "דגלים אדומים", במקרים בהם יש להיזהר.

? איך שולטים בעסקת הנדל"ן

במקרים רבים לשני יזמים שונים, אין את אותו המידע המלא לגבי עסקה מסוימת, ולכן נדל"ן עדיין נחשב להשקעה לא משוכללת. לדוגמא: יזם אחד יכול לדעת שחברת תעשייה מתכננת לפתוח מפעל גדול שיתרום לגידול בתעסוקה בחלק של העיר, ולכן יהיה מוכן לשלם על נכס בחלק זה של העיר יותר מאשר יזם אחר. כאשר מדובר בנכסים פרטיים, אין חובת גילוי, בניגוד להשקעות ציבוריות.

עם זאת, בשנים האחרונות, מאגרי המידע המתוחכמים, יחד עם ההון הרב שזרם לתחום הנדל"ן, הפכו את שוק הנדל"ן ליותר ויותר משוכלל וההבדל בין ביצועיהם של מנהלי השקעות שונים מושפע פחות מהידע שיש להם לאחרים ויותר מכישוריהם וניסיון העבר שלהם ולכן יש חשיבות רבה ליכולות המוכחות של מנהלי ההשקעות.

בסופו של דבר, כיוון שהשווקים הפכו לשווקים של מוכרים, ולא של קונים, כמעט כל השקעה עוברת תמחור בצורה של bidding ואין ליזם דרך לשלוט במחיר הרכישה, הוא יכול לקנות, או שלא, המחיר נקבע על-ידי השוק. ההבטחה לרכישה off market היא אשליה.

הדבר דומה גם במימוש הנכס, מחיר המימוש ייקבע על-ידי השוק בשקלול של שני מרכיבים עיקריים: ה-NOI, שהוא הרווח הנקי מתפעול הנכס וה- cap rate (בשמו העברי: שיעור ההיוון של הנכס). גם ה- cap rate הוא מרכיב שאין ליזם שליטה עליו, הוא נקבע על-ידי השוק בהתחשב בסוג הנכס, מיקומו ואיכותו.

? איך יוצרים ערך בהשקעה

אם מחיר הקנייה והמכירה נקבע ברובו על-ידי השוק, היכן ליזם יש כוח ליצור ערך? התשובה היא בהכנסה השוטפת. גובהה של ההכנסה השוטפת חשוב מאוד בבחינת ההשקעה, וזאת משתי סיבות עיקריות: הראשונה היא שככל שהעסקה תחלק תשלומים בשלב מוקדם יותר, נוריד את הסיכון הכרוך במימוש. הסיבה השנייה, היא שמרכיב ה-NOI של ההכנסה השוטפת הוא אלמנט מרכזי במחיר המכירה יחד עם ה- cap rate. ב- cap rate לא ניתן לשלוט, ועם זאת ככל שההכנסה השוטפת וכתוצאה מכך ה-NOI יהיו גבוהים יותר, כך גם יהיה מחיר המכירה במימוש.

אנו מאמינים כי בכלכלה עם צמיחה מתונה וריביות נמוכות, על מנת להשיג את התשואות המבוקשות, על ההשקעה להסתמך יותר על ההכנסה השוטפת מאשר על עליה בערך הנכס.

ZOOM-IN להשקעות בחו"ל: 4 כלים אנליטיים לבחינת השקעת נדל"ן

למרות שחלק מהשחקנים הישראלים בשוק שיווק השקעות הנדל"ן בחו"ל היה רוצה שנחשוב שהשקעה באזור גאוגרפי כמו ניו-יורק או בסוג נכס מסוים כמו מולטיפאמלי, מספיק כדי להבטיח השקעה מוצלחת, המציאות היא הפוכה. דווקא הנהירה להשקעות האלו הפכו אותם ליקרים יותר ולעיתים רבות לפחות אטרקטיביים.

כדי לבחור השקעה טובה, בהחלט יש להתייחס למרכיבים המקרו-כלכליים, כמו המיקום או סוג הנכס, אבל לא פחות חשוב מכך יש לנתח את מרכיבי העסקה כולה. כדי לנתח עסקת נדל"ן, צוות האנליסטים מבצע מחקר מעמיק ובדיקות רבות. ארבעת הצעדים הראשונים בבחינת השקעת נדל"ן, מתוך עשרות, הם: מיקרו-דמוגרפיה, הנחות היסוד, המינוף וה- cap rate. השניים הראשונים משפיעים בעיקר על ההכנסה השוטפת, והאחרונים על רמת הסיכון ומחיר המכירה במימוש. הנה הכלים שאנו האנליסטים משתמשים בהם כדי לנתח כל עסקה:

1. מיקרו-דמוגרפיה

באופן הפשוט ביותר, נתונים מיקרו-דמוגרפיים הם אלו אשר יקבעו את הפוטנציאל ליצור גידול בהכנסות משכירות. ככל שנתוני הדמוגרפיה המקומית (כפי שיפורטו להלן), לעיתים עד רמת השכונה, חזקים יותר, כך יוכל היזם להעלות את דמי השכירות ולהשפיע על תזרים המזומנים ובסופו של דבר על ה-NOI.

- **גידול באוכלוסייה** יגרום לגידול בביקוש וכך יעלה את רמת דמי השכירות
- **רמת שכר ממוצעת** - רמה גבוהה מצביעה על יכולת לשלם דמי שכירות גבוהים יותר ומקטינה את הסיכוי שדיירים לא ישלמו את שכר הדירה שלהם. שיעור אבטלה גבוה מגדיל את הסיכוי שדיירים לא ישלמו את שכר הדירה.
- **הנתח שמהווה שכר הדירה מתוך ההכנסה** - שיעור גבוה מסך ההכנסה יגדיל את הסיכוי שדייר לא יעמוד בתשלומי השכירות ויפגע בהשקעה. נתון זה רלוונטי גם לנכסי מגורים וגם לנכסים מסחריים.
- **היצע בשוק** - נכסים פנויים בשוק או נכסים שעתידיים להבנות בקרוב משפיעים על היצע הנכסים הקיים אשר עשוי להשפיע על דמי השכירות הממוצעים בשוק וכן על שיעור התפוסה בנכס הנרכש.
- **רמת נגישות** - האם האזור בו ממוקם הנכס נגיש מבחינה אווירית, ימית, יבשתית. רמת נגישות גבוהה תומכת לרוב בגידול דמוגרפי והתפתחות כלכלית.
- **בחינה אקולוגית** - האם האזור מועד לאסונות טבע - מזג אוויר קיצוני, סופות, רעידות אדמה והצפות.
- **סכנות ספציפיות** - האם קיימות באזור סכנות כגון שלטון לא יציב, רמת פשיעה גבוהה, זיהום וכיוצא באלו.

2. הנחות היסוד

להנחות היסוד בתכנית העסקית יש תכונה של "אפקט הפרפר", באדפטציה שלנו: שינויים קטנים בהנחות היסוד של תכנית עסקית לא לינארית עשויים לגרום לשינויים גדולים בגין השפעות בטווח הרחוק. הדוגמא הפשוטה ביותר, היא גידול בשכר דירה שנתי של 3% אל מול 4% - אחרי חמש שנים יתבטא הבדל שנתי של 1% בגידול בשכר דירה בהבדל של 36% בין שתי התוכניות העסקיות. ולכן, חשוב לוודא כי ההנחות עליהן מתבססות התוצאות הצפויות של ההשקעה מבוססות על נתוני העבר ונתוני השוק, ועדיף לבחור בתחזית שמרנית.

- **גידול בדמי השכירות** - יש לבדוק שדמי השכירות עליהם מבוססת התכנית העסקית של הפרויקט עולים בקנה אחד עם דמי השכירות המקובלים בשוק. כפי שראינו לעיל, להכנסות הפרויקט השפעה ישירה על מחיר המכירה של הנכס, ולפיכך על ביצועי ההשקעה.
- **שינוי בהוצאות** - יש לשים לב כי שינוי צפוי בהוצאות תואם את הנתונים בשוק ואת השינויים בשיעורי התפוסה של הנכס. גם להוצאות יש השפעה על מחיר המכירה של הנכס ולפיכך על ביצועי ההשקעה.
- **שיעור התפוסה** - משפיע באופן ישיר על ההכנסות וההוצאות של הנכס ויש לבדוק שהוא דומה לנכסים זהים באותו האזור.
- **אופי ההשקעה** - תזרים המזומנים מושפע מאופי ההשקעה בנכס וחשוב לוודא כי התזרימים המוצגים בתוכנית העסקית תואמים את אופי ההשקעה. לדוגמא בפרויקט פיתוח לא נצפה לראות תזרימי מזומנים בתחילת הפרויקט (במהלך תקופת ההקמה) אך לאחר התקדמות הפרויקט נצפה להופעתם של תזרימים ולעלייה גבוהה בהם יחסית להשקעות בעלות אופי שונה. דוגמא נוספת היא השקעות בפרויקטים בהם צפויה להתבצע הוספת ערך משמעותית, בפרויקטים כאלו נצפה לעליית תזרימי מזומנים לאחר השיפור בנכס, לעומת השקעות בהן לא קיים שיפור מהותי

בנכס, בהשקעות אלו נצפה להכנסות פחות או יותר קבועות.

- **הוצאות הנויות** (לשיפוץ הנכס) - לרוב בהשקעות נדל"ן עולה צורך בביצוע שיפורים בנכס על מנת להגדיל את ההכנסות ממנו, אשר, כאמור תשפענה על מחיר המכירה ועל ביצועי ההשקעה בפרויקט.
- **מינוף** - מגדיל את התשואה ואיתו את הסיכון, ולכן הוא מקבל חלק נפרד בניתוח ההשקעה.
- **Cap Rate** - ייקבע את מחיר המכירה על בסיס ה-NOI, בגלל המשמעות שלו, גם הוא מקבל חלק נפרד בניתוח ההשקעה.
- **בחינת רגישות** - יש לבצע בחינות רגישות להנחות העבודה שנלקחו בחשבון ולבדוק כיצד שינויים בהן משפיעים על התשואות.

3. מינוף

לרמת המינוף יש השפעה ישירה על תשואות הפרויקט כאשר מינוף גבוה יותר יביא לשיפור בתוצאות הפרויקט, אך מינוף גבוה גם מגדיל את הסיכון לחדלות פירעון מול המלווה.

- **מבנה החזר ההלוואה** - קיימים מבני החזר הלוואה שונים כגון: הלוואת בלון, שפיצר, תשלום קרן קבוע או קרן הצמודה למטבע או מדד. לסוג ההלוואה יש השפעה מהותית על הפרויקט ועל הסיכונים הכרוכים בו.
- **ריבית** - ישנן הלוואות עם ריבית קבועה, ומנגד הלוואות עם ריבית משתנה וכן שילוב בין השתיים.
- **שיעור המינוף (LTV)** - בחינת רמת המינוף לעומת מחיר הקניה של הפרויקט.
- **תפעוליות** - לדוגמא: יחס החזר ריבית או ריבית + קרן מההכנסות התפעוליות
- **שווי** - שמירה כך שהיחס בין החוב לבנק בכל רגע נתון לחלק בשווי הנכס בעת ביצוע החישוב, לא יעלה על יחס מסוים.
- **ערבויות** - ברוב המקרים ידרוש המלווה ערבויות בגין ההלוואה. הערבויות מתבצעות בשני קונסטלציות עיקריות: Nonrecourse - במקרה זה הערבות היא הנכס עצמו ו-Recourse - אשר במקרה זה הערבות אינה מוגבלת לנכס בלבד ויכולה לכלול גם חלקים מהחברה הלווה, או ערבויות אישיות של השותפים. חשוב לבחון את מבנה הערבויות בכדי להעריך את הסיכונים הנובעים מאי החזר ההלוואה.
- **עלויות נלוות להלוואה** - חלקם קבועים וחלקם מחושבים לפי חלק יחסי מסך ההלוואה.

4. Cap Rate (בשמו העברי: שיעור ההיוון של הנכס)

Cap Rate הוא המנה של ההכנסה השוטפת (NOI) ועלות הנכס. כאשר קובעים את שווי של נכס מניב, לוקחים בחשבון את ההכנסה השוטפת של הנכס ואת ה-Cap Rate המקובל באותו אזור, לאותו סוג נכס, וכך מחשבים את מחיר המכירה. על כן, בעת בחינת רווחיות ההשקעה יש לבחון האם שיעורי ה-Cap Rate תואמים לנתוני נכסים דומים באזור.

בחלק מהמקרים, שיעור ה-Cap Rate הוא נתון אקסוגני לגמרי אך לעיתים הוא נקבע גם על סמך משתנים שתלויים בנכס עצמו. קיימות דרכים מסוימות בהן מנהל הנכס יכול לשנות את ה-Cap Rate (לדוגמא באמצעות שיפור הנכס עד לרמה של שנוי Class, אורך חוזי השכירות ואיכות השוכרים).

ככל שה-Cap Rate נמוך, כך כל יחידה נוספת בהכנסה מתורגמת למחיר מכירה גבוה יותר, על כן, על מנת להעריך בשמרנות את התשואה הצפויה מהחזקת נכס, יש להניח כי ה-Cap Rate בעת מכירתו יהיה גבוה מאשר ברכישתו. לעיתים, מתבססים יזמים על ירידה ב-Cap Rate לצורך יצירת רווחים מההשקעה, יש לבחון האם הירידה בשיעור ה-Cap Rate נובעת מיכולת הניהול של הנכס ולא מתוך ההנחה כי הרווחים מהפרויקט ייווצרו משינויים בשוק ולא יהיו תלויים ביכולת הניהול.

לסיכומם של דברים, השקעה בנדל"ן היא מורכבת וכוללת השפעות צולבות של גורמים רבים, שחלקם אינם נתונים לשליטה או לניבוי מראש, כך שלא ניתן להבטיח הצלחה בכל מצב. השקעה עם מנהל מקצועי מקומי, יאפשר לכם ליהנות מההשקעה מוצלחת, מרמת סיכון פחותה ומתשואה גבוהה יותר. כדי לבחור מנהל מתאים, תוכלו לקרוא את:

“השקעות נדל"ן בחו"ל: 8 כללי זהב לבחירת מנהל ההשקעות הנכון”

למי שמעוניין: המתמטיקה מאחורי המספרים (לעסקה לא ממונפת)

תשואה בהשקעות נדל"ן בחו"ל בדרך-כלל נמדדת על-ידי IRR, שהוא שיעור התשואה הפנימי של ההשקעה, אותו אפשר להשוות להצעות השקעה אחרות. אבל איך מגיעים אליו? לשם כך נעקוב אחרי מחזור חיים של עסקה מניבה באמצעות שלושה שלבים פשוטים:

ציר הזמן		
מימוש	תפעול	קנייה
מחיר מכירה + הוצאות מכירה	הכנסה שוטפת נטו	מחיר רכישה + הוצאות רכישה

באופן הפשטני ביותר, הרווח מעסקת נדל"ן שווה ל:

$$\text{מחיר רכישה} - (\text{הכנסה שוטפת} + \text{מחיר מכירה}) = \text{רווח}$$

אם נחלק את מחיר המכירה וההכנסה השוטפת במחיר הרכישה, נקבל את המכפיל:

$$\text{מכפיל רווח} = \frac{\text{מחיר מכירה} + \text{הכנסה שוטפת}}{\text{מחיר רכישה}}$$

נוסיף לכל אלו את מרכיב הזמן ונקבל את ה-IRR. בהינתן שתי עסקאות עם אותם תזרימי מזומנים, ככל שתזרימי המזומנים החיוביים יהיו מוקדמים יותר, ה-IRR יהיה גבוה יותר.

בדומה להערכת שווי של חברות, שבהם מכפילים את מרכיב ההכנסה או הרווח במכפיל, המחיר של נכס נדל"ן נקבע על-ידי חלוקה של ה-NOI (הכנסה שוטפת) ב-Cap Rate:

$$\text{מחיר מכירה} = \frac{\text{NOI}}{\text{Cap Rate}}$$

ולכן, המרכיב העיקרי שיזם יכול לשלוט בו כדי ליצור רווח גבוה ככל האפשר, הוא ההכנסה השוטפת מהנכס.*

$$\text{מחיר רכישה} - (\text{הכנסה שוטפת} + \text{מחיר מכירה}) = \text{רווח}$$

נפצל את מחיר המכירה:

$$\text{מחיר רכישה} - (\text{הכנסה שוטפת} + \frac{\text{הכנסה שוטפת}}{\text{Cap Rate}}) = \text{רווח}$$

ננטרל את כל המרכיבים שאי אפשר לשלוט בהם:

$$\text{מחיר רכישה} - (\text{הכנסה שוטפת} + \frac{\text{הכנסה שוטפת}}{\text{Cap Rate}}) = \text{רווח}$$

נותרנו רק עם ההכנסה התפעולית השוטפת, באופן מכליל, כל השאר הם מרכיבים הקסגונים.

חשוב להבהיר שקיימים מרכיבים רבים שנכנסים למשוואה הזו, כמו התזמון, המיסוי המקומי ועוד, אבל המרכיבים שצוינו מעלה, הם בעלי המשקל הכבד ביותר לקביעת רווחיותה של עסקה.

* התשואה השוטפת כוללת מרכיבים נוספים מלבד ה-NOI, אך לצורך ההסבר אנו מתייחסים ל-NOI ולתשואה שוטפת כאלמנט יחיד.

בחינת השקעת הנדל"ן

בדקו מי עומד מאחורי בחירת ההשקעות שלכם, כיצד מתקבלות החלטות, מהו הניסיון שמביאים עמם בעלי התפקידים המאשרים את העסקה ומאילו דיסציפלינות הם מגיעים. חשוב שכל השקעה תיבחן על ידי אנשי נדל"ן ואנשי כספים:

האם יש היגיון בתכנית העסקית ?

האם הגוף שינהל את הנכס הוכיח כי הוא מסוגל לעמוד ביעדים אותם הוא מציג כהנחות יסוד בתכנית העסקית (לדוגמה: האם התכנית העסקית כוללת העלאת דמי השכירות והתפוסה בנכס? האם מנהל הנכס הוא בעל ניסיון מוכח בשיפור נתוני תפוסה, בניהול דיירים ובהעלאת דמי שכירות?)

האם נלקחו בחשבון נתונים השוואתיים ?

יתרה מכך, האם נתונים השוואתיים נלקחו בצורה שמרנית, או שבנקודות אי וודאות נלקח בחשבון התרחיש האופטימי ביותר? במקרים אלו, קיים חשש שהתכנית העסקית אינה משקפת נאמנה את שיתרחש בפועל. לכן רצוי לבחון תמיד גם את התרחיש הגרוע ביותר (The Downside Scenario).

מהי רמת הסיכון במקרה של קטסטרופה פיננסית ?

לעיתים יציג מנהל ההשקעות שני תרחישים אפשריים ויבחן את הביצועים בהתקיים כל אחד מאלו, באופן שימחיש למשקיע את סיכוני ההשקעה.

האם בוצע גידור סיכונים ?

למשל: תנאי הלוואה אשר מגדרים את הסיכון מפני עליית ריבית. גידור סיכונים אינו חייב להיות גידור אקטיבי, אלא בחינה של קריטריונים של ההשקעה וכיצד הם מגנים על המשקיע מפני סיכונים אפשריים.

PROFIMEX - זרוע הנדל"ן של במברגר-רוזנהיים בע"מ המוסיפה ערך ללקוחותיה כבר **48 שנים** ביושר, בהגינות ובשקיפות מלאה. במהלך **20 שנות** פעילותה, השתתפה **PROFIMEX** עם משקיעיה, לצד שותפיה הגלובליים, בהשקעות במעל **3,000 נכסים ועשרות אלפי יחידות דיור להשכרה (Multifamily)**, בשווי כולל של כ-**50 מיליארד דולר**

לתיאום פגישה והצטרפות להשקעות עם פרופימקס:

09-7774444

PROFIMEX® • רחוב זרחין 10 • ת.ד. 1155 • רעננה • www.profimex.com • profimex@profimex.com

האמור לעיל הינו בגדר פרסום כללי בנוגע לפעילות **PROFIMEX** והאפשרות לבצע השקעות נדל"ן באמצעותה והוא אינו מהווה הצעה או הזמנה לבצע השקעה כלשהי, או לרכוש ניירות ערך כלשהם. משקיעים פוטנציאליים המעוניינים לבצע השקעה באמצעות **PROFIMEX** ישולבו בהליך השקעה אשר יתבצע בהתאם לדיני ניירות ערך הרלוונטיים.