



חברי לשכת שמאי
מקרקעין בישראל

מימד 21 (מערכות כלכליות) בע"מ כלכלה ושמאות מקרקעין



בניין ב.ס.ר. 1, דרך בן גוריון 2, רמת – גן, 52573 | טל' 03-7553111 | פקס' 03-7553100

6 יוני, 1999

בחינת כדאיות רכישת שטח למשרדים לעומת השכרתו אלי כהן (בן אברהם)

1. כללי

מטרת הבדיקה הינה לבחון כדאיות חלופת רכישת שטח ביעוד למשרד בבניין משרדים מודרני (להלן: "הנכס"), לעומת שכירתו.

2. מתודה

על מנת לבחון סוגיה זו בנינו מודל של השוואת ההוצאות הצפויות לעסק לאורך השנים תוך התייחסות להיבטי המס והיבטים רלוונטיים אחרים. בפני מקבלי ההחלטות עומדות שתי חלופות:

רכישת שטח המשרד באמצעות מימון זר או מימון עצמי או שילוב של השניים.

שכירת השטח באופן שוטף מבעל הנכס לתקופה ארוכה.

המודל משווה לאורך השנים את סך ההוצאות הצפויות בכל אחת משתי החלופות.

ראשית, איתרנו במודל את הקשר הכלכלי בין מחיר הרכישה לדמי השכירות ע"י ניתוח התנהגות השוק במתודות סטטיסטיות מקובלות.

שנית הצבנו הנחות בסיס המייצגות לקוח סביר שעשוי לשקול בחירה באחת משתי החלופות הנדונות, כפי שיוצג בהמשך.

המודל נבנה על מסד מחירי מכירה ודמי שכירות המאפיינים בית משרדים מודרני, חדש, הממוקם במרכז ראשון לציון, נכון ליום כתיבת נייר זה (להלן: "נכס נשוא חוות דעת זו" או "נכס הנשוא"). להערכתנו, המסקנות האיכותיות מהניתוח, נכונות גם למוקדי תעסוקה אחרים במרכז הארץ.

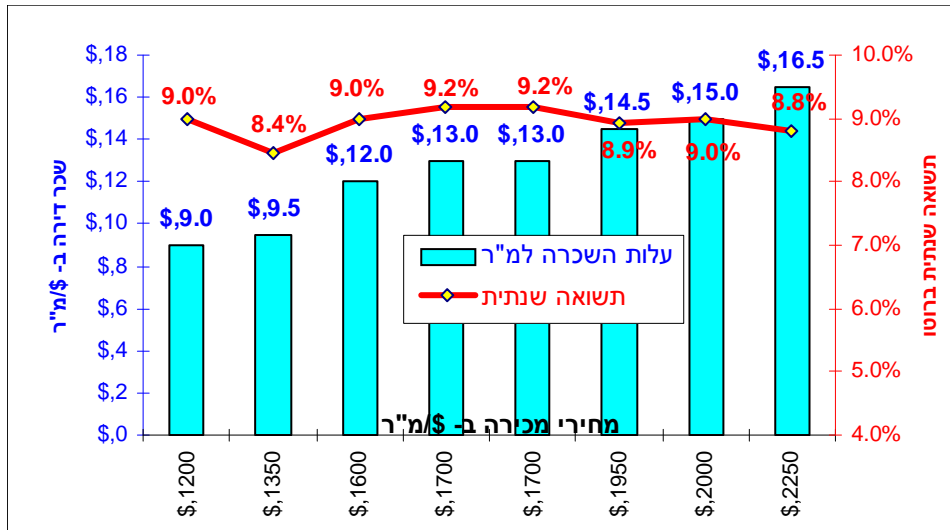
3. הקשר הכלכלי בין עלות רכישה לדמי שכירות

נגדיר: "שיעור תשואה ברוטו" - היחס בין שכר הדירה השנתי הראוי עבור נכס נדל"ן ביעוד למשרד לבין מחירו. דוגמא להמחשה:

אם מחיר מכירה של 1 מ"ר שטח משרדי ברוטו הוא \$ 2,000 ודמי השכירות החודשית לאותו נכס הם \$ 150/מ"ר/חודש, שהם \$ 180/מ"ר/חודש (15 X \$ 12 חודש), יהיה שיעור התשואה ברוטו - 9% (180 \$ מחולק ב- 2,000 \$).

במדגם שערכנו בחודש 4/99 על 8 בנייני משרדים בתל אביב שמחיריהם נעים בין 1,200 \$/מ"ר ל- 2,250 \$/מ"ר מתקבל שיעור תשואה ברוטו הנע בין 8.8% ל- 9.2% כמוצג בגרף מס' 1.

גרף # 1
מחירי השכרה ושיעורי תשואה ברוטו בנכסי משרד בטווחי מחירים 1,200 - 2,250 \$/מ"ר



4. הנחות המודל

4.1 הנחות לגבי חלופת רכישה

4.1.1 הוצאה ראשונית

מחיר המכירה הממוצע בבניין משרדים מודרני ביום כתיבת נייר זה בראשל"צ עמדו על 2,200 \$/מ"ר. המחירים יתנפחו בשיעור שנתי ממוצע לטווח רחוק של 2.5% לשנה. התמורה תשולם לקבלן כדלהלן: 33% בשנה הראשונה ואילו 67% במחצית הראשונה של השנה השנייה. הסכום הנ"ל מהווה את ההוצאה הראשונית. הוצאה זו אינה מוכרת לצורך מס במלואה אלא מוכרת בשיעור של 4% לשנה (להלן "הוצאות פחת").

4.1.2 הוצאות מימון

הרכישה תמומן מהלוואה בנקאית נשאת ריבית והצמדה, או מהון עצמי אשר יושקע ברכישה תוך כדי אובדן התשואה שהייתה מתקבלת אילו הופקד כסף זה בבנק, או בכל השקעה אחרת. או לחלופין מעירוב שני המקורות הכספיים. הוצאות המימון מוכרות במלואה לצורך מס, (סעיף 17 (1) לפקודת מס הכנסה), והיא תיווסף (בסימן חיובי) נטו בניכוי מס חברות אל ההוצאה הראשונית (4.1.1).

4.1.3 הוצאות לשימור הנכס

לשם שמירת ערך הנכס יש להביא בחשבון הוצאות תחזוקה "מיוחדות" אשר נועדו לשמור על הנכס (סעיף 17 (3) לפקודת מס הכנסה). לצורך המודל, הוצאות אלו מהווים כ 1% מערך הנכס. הוצאה זו בניכוי מס חברות תיווסף אף היא לסך ההוצאות (סימן חיובי).

4.1.4

הוצאות פחת

מס הכנסה מתיר לעסק להפחית את הנכס לאורך הזמן – סעיף 17 לפקודת מ"ה הדין בהוצאות מוכרות לצורך מס. על פי תקנות מס הכנסה – פחת, 1941: יש להפחית את הנכס לתקופה של 25 שנה (4% לשנה). הוצאות הפחת בניכוי השפעת המס יגרע מסך ההוצאות מכיוון שכל עלות הקניה הראשונית כבר כלולה בסך ההוצאות והפחת בניכוי מס החברות מהווה את הפחתת הרווח לצורך מס – חסכון מס משמעו הכנסה בהיבט שכבר כל העלות הראשונית כלולה בסך ההוצאות.

4.1.5

עליית שווי הנכס

בקניית נכס קיים גם רכיב של הכנסות. ההכנסות הללו אינן מתקבלות באופן שוטף אלא מהוונות לשווי הנכס ורק בעת המכירה ימומש הרווח מהכנסות אלו. עליית השווי חייבת במס על רווח הון בשיעור זהה למס החברות (פקודת מס הכנסה – מס על רווח הון). לפיכך את עליית השווי בניכוי המס נגרע מסך ההוצאות.

4.1.6

לסיכום – נוסחת סך ההוצאות הצפויה מרכישת הנכס היא:

- תשלום לקבלן (ס' 4.1.1)
- פלוס
- הוצאות מימון בניכוי המס (ס' 4.1.2)
- פלוס
- הוצאות לשימור הנכס בניכוי המס (ס' 4.1.3)
- פחות
- פחת בניכוי המס (ס' 4.1.4)
- פחות
- עליית שווי בניכוי המס (ס' 4.1.5)

4.2

הנחות לגבי חלופת השכרה

4.2.1

שכ"ד

שיעור התשואה השנתית שנצפה בנכס נשוא המודל הינו 9% ברוטו, דומה למדי לממצאי המדגם מסעיף 2. לפיכך, בהנחת מחירי מכירה של \$2,200/מ"ר (ס' 4.1.1), תהיה רמת שכר הדירה בשנת הרכישה 16.5\$/מ"ר (2,200 כפול 9% מחולק ב-12 חודשים). שכר הדירה יעלה ביחס ישר להתייקרות הנכס - 2.5% לשנה (ס' 4.1.1).

4.2.2

היבט המס על שכ"ד

על פי סעיף 17 (2) לפקודת מס הכנסה, הוצאות שכ"ד מותרות לצורך מס. לכן סך ההוצאות המצטברות בעת השכרת נכס הינן בניכוי השפעת המס – חיסכון המס עקב התרת ההוצאה לצורך מס.

4.3

מחיר ההון

לפירמה שני מקורות מימון:

א. מימון בנקאי.

ב. הון עצמי.

הפירמה יכולה לבחור באחת מהחלופות או בעירוב המקורות.

לוח מס' 2 ימחיש את אחוז הריבית לאחר בחירת אמצעי המימון, כשהנחות מחיר ההון הן:

- מימון בנקאי - הריבית 6.3%;
- מימון מהון עצמי 2% (הפסד הריבית שיכלנו לקבל אילו השקענו את הכסף בבנק).

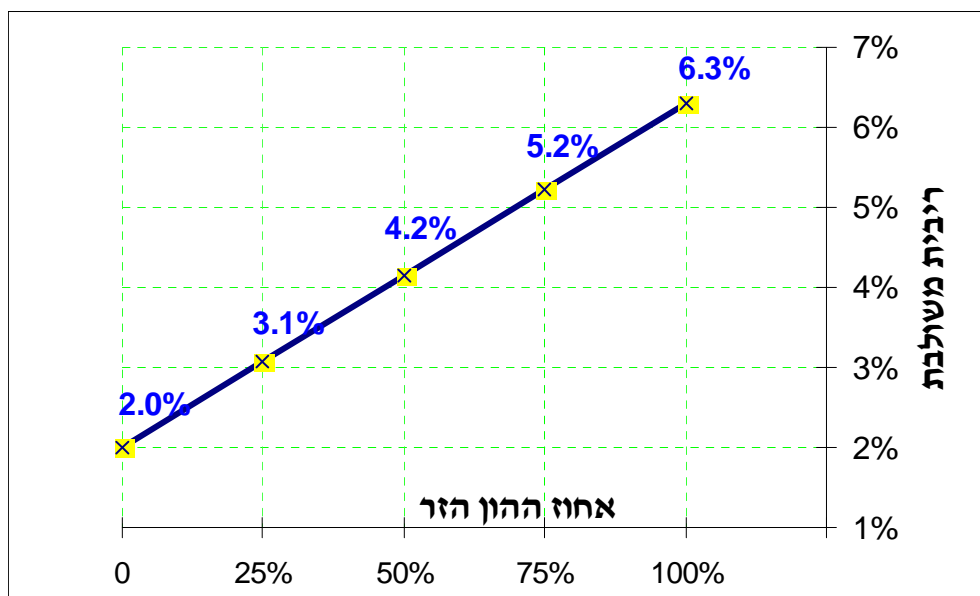
לוח # 2 - מחיר ההון

ריבית משולבת	הון זר	הון עצמי
6.300%	100%	0
5.225%	75%	25%
4.150%	50%	50%
3.075%	25%	75%
2.000%	0	100%

אופן חישוב הריבית הוא :

$\% \text{ ריבית בנקאית על הלוואות} * \% \text{ החלק שימומן מהבנק}$
 $+$
 $\% \text{ ריבית על פיקדונות} * \% \text{ החלק שימומן מהון עצמי}$
 $=$
 ריבית משולבת, ראה גרף מס' 3.

גרף # 3 - ריבית משולבת כפונקציה של שיעור ההון הזר

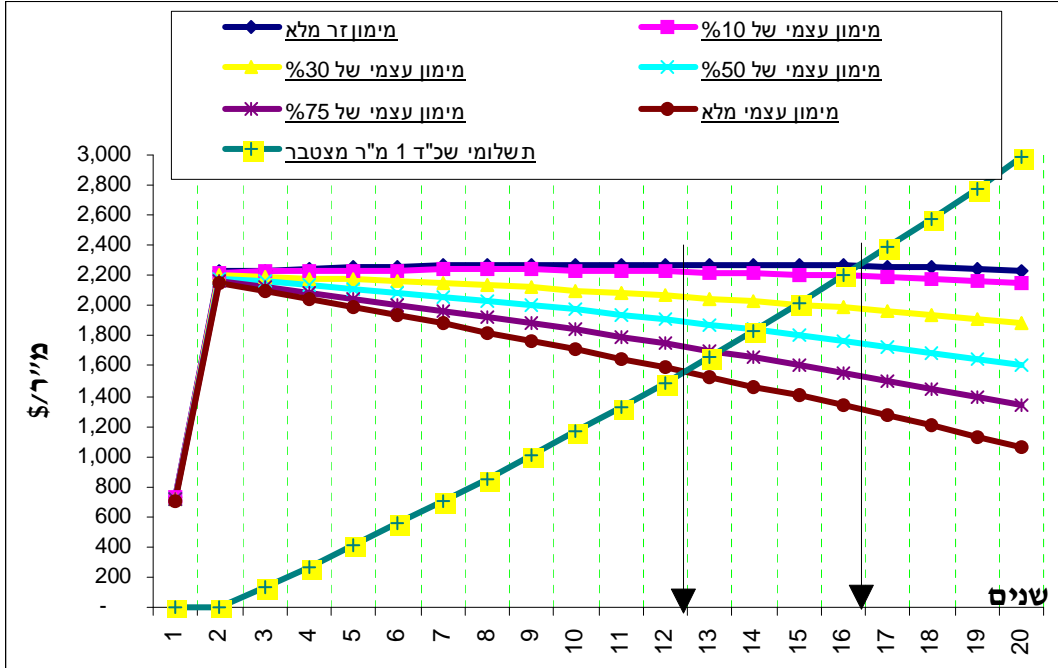


5.1 רגישות שנת האיזון לשיעור ההון העצמי

בגרף מס' 4 מוצג תזרים מזומנים בערכים קבועים של חלופת רכישה במספר ורסיות של מבנה ההון (החל מ- 0% מימון עצמי עד 100% מימון עצמי), מול חלופת השכרה, על ציר זמן.

גרף # 4

שנת האיזון בין חלופת השכרה לחלופת רכישה כפונקציה של שיעור ההון העצמי



מסקנת ניתוח הרגישות היא ששנת האיזון בין חלופת רכישה לחלופת השכרה משתנה בין 12 שנה כשכל המימון יבוא מהון עצמי לבין 16 שנה כשכל המימון יבוא מהון זר. מסקנה זו מוצגת גם בגרף מס' 5.

גרף # 5

רגישות שנת האיזון לשיעור ההון העצמי



רגישות שנת האיזון לרמת שכר הדירה כשמחיר המכירה נותר קבוע ברמת \$2,200/מ"ר

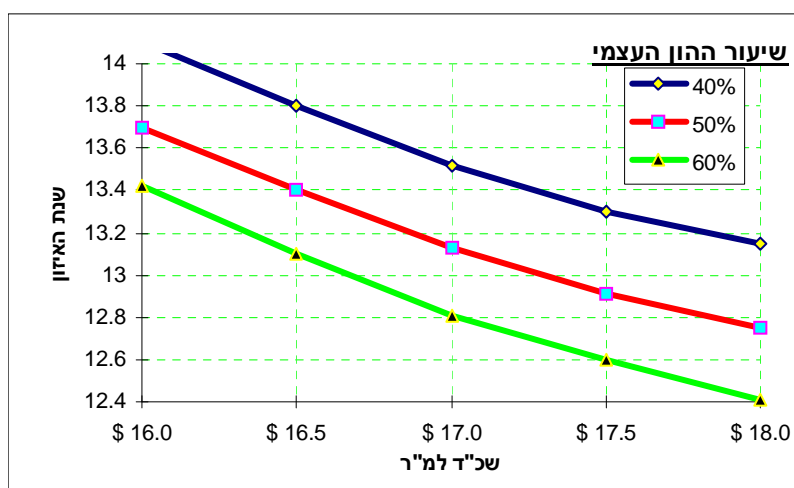
בסעיף 4.2.1 הנחנו רמת שכר דירה של \$16.5/מ"ר, התואמת רמת תשואה שנתית של 9% ברוטו.

על פי סקר פריסת שטחי משרד בראשל"צ שעשו המחברים בשנת 1993, נמצא שכ- 71% מכלל שטחי המשרד בעיר (כ- 54,000 מ"ר) היו ממוקמים באותה שנה בבנייני מגורים. להערכתנו, קטן היום אחוז זה לסביבת 45% מה שאומר שהביקושים לשטחי משרד בראשל"צ יואצו מעבר לצמיחת הביקושים הטבעית הנובעת מהתפתחות הכלכלה המקומית.

לפיכך קיימת סבירות גבוהה שבמציאות יתאזן שוק שכירת המשרדים בנכס הנשוא לרמת שכ"ד גבוהה יותר - לסביבת 17 - 18 \$/מ"ר במוצע (הנחת התכנון היא כאמור \$16.5/מ"ר).

נבחן את רגישות שנת האיזון לשינויים ברמת שכר הדירה בין 16 ל- 18 \$/מ"ר, כשהרכב ההון של הפירמה משתנה מ- 40% ל- 60% הון עצמי. תוצאות הניתוח מוצגות בגרף מס' 6.

גרף # 6
רגישות שנת האיזון למבנה ההון ולרמת שכר הדירה



בדיקת רגישות משולבת (מחיר ל- שכ"ד ולשיעור ההון העצמי)

נבחן את רגישות שנת האיזון לשינויים סימולטאניים הן ברמת שכר הדירה (בין \$/מ"ר 15 ל- \$/מ"ר 18) והן ברמת מחיר המכירה (בין \$/מ"ר 1,900 ל- \$/מ"ר 2,400), כשיעור ההון העצמי משתנה בשלושה מצבים:

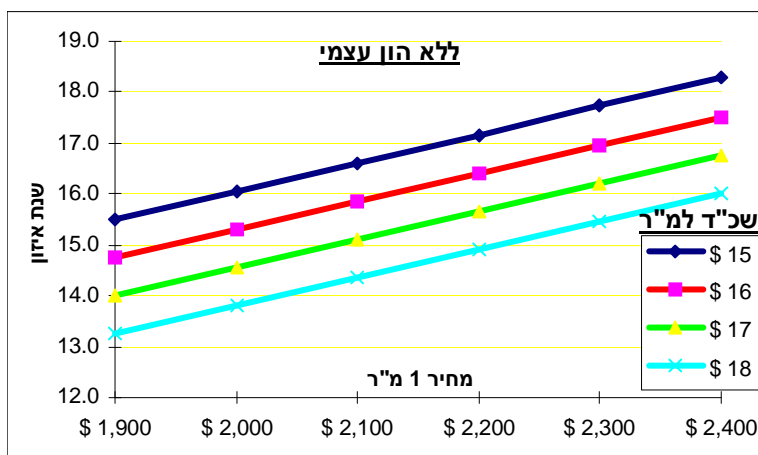
- (1) ללא הון עצמי (כלומר שכל המימון מהלוואה בנקאית);
- (2) הון עצמי של 50% (כלומר שרק מחצית המימון מהלוואה בנקאית);
- (3) כל המימון מהון עצמי.

להלן תוצאות הניתוח:

5.3.1 ללא הון עצמי (כל המימון מהלוואה)

לוח / גרף # 7
רגישות שנת איזון כפונקציה של רמת שכ"ד ורמת מחיר
מימון זר מלא

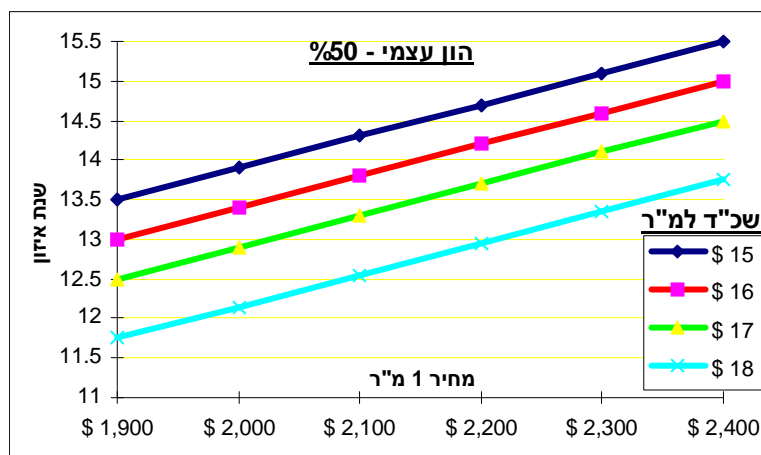
שכ"ד/מחיר	\$ 1,900	\$ 2,000	\$ 2,100	\$ 2,200	\$ 2,300	\$ 2,400
\$ 15	15.5	16.1	16.6	17.2	17.7	18.3
\$ 16	14.8	15.3	15.9	16.4	17.0	17.5
\$ 17	14.0	14.6	15.1	15.7	16.2	16.8
\$ 18	13.3	13.8	14.4	14.9	15.5	16.0



5.3.2. הון עצמי של 50% (מחצית המימון מהלוואה בנקאית)

לוח / גרף # 8
רגישות שנת איזון כפונקציה של רמת שכ"ד ורמת מחיר
מחצית ההשקעה ממימון עצמי

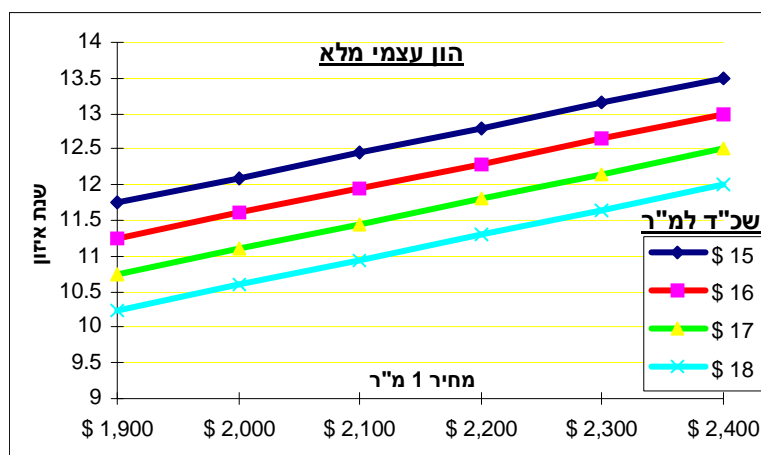
\$ 2,400	\$ 2,300	\$ 2,200	\$ 2,100	\$ 2,000	\$ 1,900	שכ"ד/מחיר
15.5	15.1	14.7	14.3	13.9	13.5	\$ 15
15	14.6	14.2	13.8	13.4	13	\$ 16
14.5	14.1	13.7	13.3	12.9	12.5	\$ 17
13.75	13.35	12.95	12.55	12.15	11.75	\$ 18



5.3.3. הון עצמי מלא

לוח / גרף # 9
רגישות שנת איזון כפונקציה של רמת שכ"ד ורמת מחיר
מימון עצמי מלא

\$ 2,400	\$ 2,300	\$ 2,200	\$ 2,100	\$ 2,000	\$ 1,900	שכ"ד/שכ"ד
13.5	13.15	12.8	12.45	12.1	11.75	\$ 15
13	12.65	12.3	11.95	11.6	11.25	\$ 16
12.5	12.15	11.8	11.45	11.1	10.75	\$ 17
12	11.65	11.3	10.95	10.6	10.25	\$ 18



להערכתנו, מערכת ההנחות שהצבנו בניתוח הכלכלי/שמאי בנייר זה הן זהירות ואפילו שמרניות.

הראינו באופן מובהק כי כדאית יותר רכישת נדל"ן ביעוד למשרד, על פני השכרתם. שתי החלופות הנבדקות, רכישה / השכרה, מתאזנות בקרבת 13 שנה פלוס/מינוס מספר שנים בודדות, תלוי בשיעור ההון העצמי ובשיעור התשואה ברוטו כפי שהראינו.

יש לזכור שמדובר בשנת איזון בין חלופות ולא בשנת החזר השקעה ולכן הממצא בהחלט משמעותי לפירמה מהיבט כלכלי/עסקי.

יש להדגיש כי לא הובאו בחשבון רכיבים ערכיים שיש להם ערך כלכלי שלא נהוג לכמתם אך חשוב להוסיפם לשיקולים. קניית בעלות על נכס דלא נידי מעניקה לפירמה יציבות ובטחון ומכשיר למינוף. כל אלה הם בונוסים ש-"מקצרים" את שנת האיזון האפקטיבית בראייה הסובייקטיבית של כל פירמה.