

Оценка недвижимости на основе концепции действующего предприятия

Основные модели оценки недвижимости в рамках доходного подхода

Выбор подходов и методов оценки обычно диктуется характером объекта оценки.

Существуют две основные расчетные модели оценки недвижимости, в зависимости от которых по-разному проводится оценка.

Исходя из первой модели, объекты оцениваются в соответствии с общепринятыми подходами к оценке недвижимости, предусмотренными МСОИ и проектом Украинских Национальных стандартов оценки. Это наиболее удобная и широко распространенная модель оценки, базирующаяся на предположении о том, что стоимость недвижимости определяется доходами, которые она генерирует – платой за аренду недвижимости.

Согласно второй модели, также предусмотренной МСОИ и проектом Стандарта № 2 Украинских стандартов оценки, недвижимость оценивается исходя из стоимости бизнеса (действующего предприятия), который существует или прогнозируется на базе этой недвижимости. Такой расчет требует выделения из стоимости бизнеса стоимости прочих компонентов, присущих конкретному бизнесу – гудвилла, нематериальных активов, оборотных средства и т.п.

Эта модель обычно используется в случаях, если:

- объект оценки является готовым к эксплуатации единым производственным комплексом;
- сама недвижимость представляет собой самодостаточный бизнес (например, гостиница или автозаправочная станция).

Как правило, такая модель выбирается в случаях, если удельный вес стоимости специфических компонентов конкретного бизнеса в рассчитанной стоимости несущественна и может быть или отнесена к категории допустимой погрешности расчетов, или отдельно обоснованно выделена.

Можно привести достаточно большое количество примеров недвижимости и имущественных комплексов, основной составляющей которых является недвижимость, которые в рамках доходного подхода нецелесообразно оценивать исходя из доходов от сдачи недвижимости в аренду. В данном случае под имущественным комплексом, основной составляющей которых является недвижимость, подразумевается комплекс зданий, сооружений, оборудования.

Первым признаком того, арендная плата не может являться базой расчета чистого операционного дохода является некорректность самого предположения о сдаче недвижимости в аренду. То есть, если на рынке нет примеров сдачи в аренду недвижимости, подобной объекту оценки, или такие примеры единичны, то нет смысла вести речь о классическом подходе к оценке недвижимости.

Приведем некоторые примеры.

Здание гостиницы. Сам гостиничный бизнес базируется на доходах от сдачи номеров внаем на очень короткие сроки. Поэтому необоснованным выглядит предположение о том, что владелец такой собственности может получать доходы от сдачи в аренду всего здания пусть даже группе арендаторов. Дополнительный доход от аренды холлов, некоторых помещений – это другое дело. Но единственно возможный основной доход собственника – это доход гостиничного бизнеса. Разумеется, при этом необходимо выделить из стоимости такого бизнеса часть стоимости, которая должна быть отнесена к оборотным средствам, движимому имуществу.

Важный вопрос: что влияет на доходы гостиничного бизнеса и только ли материальная составляющая участвует в их создании? Самые главные факторы, формирующие доход гостиницы – это физические параметры здания и прочего имущества гостиницы и

ее местоположение. То есть, это именно то, что определяет стоимость любого объекта недвижимости при условии адекватного и разумного распоряжения им. Разумеется, гостиница может иметь какие-то специфические нематериальные активы, имеющие отношение к субъекту хозяйствования, а не к объекту оценки. Стоимость этих активов должна быть обоснованно выделена.

Другие примеры:

- Комплекс зданий животноводческого назначения
- Нефтебаза
- АЗС

Точно так же, как мы сделали это в примере с гостиницей, можно доказать, что рыночная стоимость вышеперечисленных объектов может быть оценена исходя из концепции действующего предприятия.

Есть смысл выделить общие черты, которые должны иметь все объекты, стоимость которых может оцениваться таким образом.

Имущественный комплекс, как комплекс материальных активов, может оцениваться исходя из концепции оценки бизнеса при соблюдении следующих условий:

- продукция предприятия не является специфической, пользуется широким спросом, не испытывает серьезного конкурентного давления и не требует особых маркетинговых приемов для ее продвижения;

- рынок сырья и материалов предприятия насыщен предложениями, дефицит сырья и материалов отсутствует;

- процесс производства продукции предприятия не является высокотехнологичным и не требует наличия высококвалифицированных кадров со специальной подготовкой;

- рынок трудовых ресурсов соответствующего региона насыщен предложениями;

- предприятие не имеет явно выраженного гудвилла, как нематериального актива, неотделимого от бизнеса;

- в случае наличия высокой репутации продукции предприятия, эта репутация имеет отношение не к торговой марке субъекта хозяйственной деятельности, не к товарному знаку, а к традиционному доброму имени предприятия, которое сформировано благодаря наличию на нем соответствующих активов, способных обеспечить выпуск и продажи товаров при любом менеджменте. Единственная оговорка – предполагается, что управленческий состав предприятия не допускает в своей работе неадекватных действий.

Составляющие бизнеса

Для того, чтобы объективно учесть влияние составляющих бизнеса на его рыночную стоимость, имеет смысл рассмотреть некоторые аспекты экономики действующего предприятия

Материальной основой действующего предприятия, или бизнеса, является капитал. Капитал – это средства производства, факторы производства, то есть, различные материально-вещественные формы труда, приносящего доход. Однако процесс получения дохода предполагает определенные экономические отношения. То есть, в более широком понимании капитал – это материально-вещественные факторы производства и экономические отношения между субъектами процесса создания дохода.

Собственность и капитал формируются и используются в рамках определенных организационных структур (предприятий) в сфере определенного бизнеса. Общей для всех предприятий является их материальная основа, а отличия выражаются в нематериальных активах, оказывающих существенное влияние на эффективность, конкурентоспособность, положение на рынке и перспективы развития.

Такие компоненты бизнеса, как гудвилл и нематериальные активы, не имеют отношения к стоимости недвижимости и прочих материальных активов, и их наличие у

предприятия уже само по себе является предметом анализа для последующего принятия решения о модели оценки.

Совокупность активов, которые в общем понимании могут быть охарактеризованы как гудвилл и прочие нематериальные активы, может быть разбита на три категории:

- нематериальные активы, неотделимые от предприятия;
- нематериальные активы, неотделимые от индивидуума;
- нематериальные активы, которые могут быть отделены от предприятия и индивидуума.

Все эти аспекты экономики предприятия важно учитывать для того, чтобы, принимая решение об оценке недвижимости или имущественного комплекса, исходя из концепции действующего предприятия, понимать, **что** будет результатом такой оценки – стоимость активов или стоимость бизнеса.

Проблемы, связанные с выделением из совокупного дохода предприятия, доходов, не имеющих отношения к недвижимости

Учет стоимости оборотных средств

Как известно, в рамках модели DCF при оценке стоимости бизнеса учитывается дефицит и избыток собственных оборотных средств.

Расчет производится следующим образом.

Первый шаг. Расчет и обоснование сумм необходимых для производства и реализации продукции собственных оборотных средств

Второй шаг. Определение фактического наличия собственных оборотных средств предприятия на дату оценки.

Третий шаг. Сравнение фактических сумм собственных оборотных средств с рассчитанным нормативом. Превышение фактического наличия над нормативом есть избыток, который прибавляется к денежному потоку, а превышение норматива над фактом – дефицит, который вычитается из денежного потока.

Четвертый шаг. Сравняются необходимые для производства и реализации продукции в каждом последующем прогнозном году суммы собственных оборотных средств с аналогичным показателем предыдущего года. Выявляются дефицит или излишек.

Таков алгоритм действий при оценке бизнеса.

При оценке активов, исходя из концепции действующего предприятия, учет оборотных средств должен производиться несколько иначе. Собственные оборотные средства есть составляющая активов бизнеса, то есть часть капитала компании. Поэтому при оценке бизнеса учитываются их нехватка путем предположения о привлечении капитала извне для погашения дефицита и, наоборот, излишек, как свободный капитал компании. А оборотные средства при оценке стоимости недвижимости не имеют отношения к объекту оценки вообще. Они необходимы для деятельности компании, но их доля в доходах компании должна быть выделена из денежных потоков. Производится это путем расчета стоимости всех собственных оборотных средств как реально возможной ставки, по которой эти оборотные в течение каждого прогнозного года могут быть привлечены компанией. Плата за использование оборотных средств в виде отрицательных денежных потоков учитывается в модели DCF.

Учет необходимых капитальных вложений

В случае, если недвижимость требует ремонта, реконструкции или в случаях, если для функционирования имущественного комплекса необходимы вложения в приобретение прочих основных средств, эти суммы рассчитываются и вычитаются из доходов соответствующего прогнозного года.

Учет стоимости некоторых нематериальных активов (патенты, лицензии, разрешения)

В случае, если функционирование предприятия невозможно без получения лицензий, патентов и т.д., затраты на их приобретение в качестве отрицательных денежных потоков учитываются в модели DCF, даже если собственник объекта недвижимости, являющегося объектом оценки, реально владеет такими нематериальными активами.

Учет амортизационных отчислений

При оценке чистых денежных потоков оценщик оперирует чистой прибылью предприятия. Если объектом оценки является бизнес, амортизационные отчисления рассчитываются исходя из реальной балансовой стоимости активов этого предприятия.

Если же объект оценки – недвижимость или имущественный комплекс, то балансовой стоимостью активов является та стоимость, по которой они будут приобретены и, соответственно, поставлены на баланс покупателем. То есть, предполагаемая стоимость, полученная в результате расчета согласно модели DCF, и есть балансовая стоимость активов. Таким образом, путем использования функции итерации (метод последовательного приближения), следует найти результат оценки, который одновременно является и базой расчета амортизационных отчислений.

Артур Огаджанян
Заслуженный эксперт-оценщик Украинского общества оценщиков,
председатель Черкасского регионального отделения УОО,
член Наблюдательного Совета по вопросам оценочной деятельности

Статья презентована на конференции УОО в г. Ялте 17-21 сентября 2002 года, опубликована в профессиональном научно-практическом журнале Украинского общества оценщиков «Вісник оцінки», № 4, 2002 год

Список использованной литературы.

«Оценка бизнеса», под ред. А.Г.Грязновой и М.А.Федотовой, Москва, «Финансы и статистика», 2002

«Экономика предприятия», под ред. Ф.К.Беа, Э.Дихтла, М.Швайцера, Москва, «ИНФРА-М», 1999

«Руководство по оценке бизнеса», Гленн М.Десмонд, Ричард Э.Келли, издание РОО