
Глава 2

ДОХОДНЫЙ ПОДХОД К ОЦЕНКЕ СТОИМОСТИ НЕДВИЖИМОСТИ

2.1 Общая характеристика доходного подхода

Доходный подход определяет рыночную стоимость недвижимости как сумму доходов, которые оцениваемый объект может принести в будущем, скорректированную на риск их недополучения. Оценка недвижимости методами доходного подхода основана на прогнозировании будущих доходов, генерируемых объектом, и анализе связанных с ним рисков, которые могут спровоцировать несовпадение фактических доходов с величиной, рассчитанной на дату оценки.

Доходный подход к оценке недвижимости включает два основных метода:

- 1) метод дисконтированных денежных потоков;
- 2) метод капитализации дохода.

Выбор метода определяется динамикой будущих доходов. Если, по мнению оценщика, прогнозируемые доходы по годам будут существенно меняться, то оценку следует проводить методом дисконтированных денежных потоков, а если ожидаемые доходы будут стабильными либо стабильно изменяющимися, можно использовать метод капитализации доходов.

2.2 Виды дохода, генерируемого недвижимостью

Для оценки рыночной стоимости можно использовать различные уровни (виды) дохода, который приносит собственнику объект недвижимости. Оценщик рассматривает следующие виды дохода.

Потенциальный валовой доход (ПВД) — это доход, который может принести объект оцениваемой недвижимости при условии, что вся площадь, предназначенная для сдачи в аренду, будет сдана в течение всего года:

$$\text{ПВД} = S \cdot \text{АПл}, \quad (2.1)$$

где АПл — годовая арендная плата (рыночная или договорная); S — площадь, предназначенная для сдачи в аренду.

Действительный валовой доход (ДВД) — это потенциальный валовой доход, скорректированный на коэффициент потерь от недосдачи площадей и недосбора платежей. Коэффициент потерь определяется экспертно на основе анализа рыночной информации в процентах к потенциальному валовому доходу:

$$\text{ДВД} = \text{ПВД} \cdot (1 - K_{\text{потерь}}), \quad (2.2)$$

где ПВД — потенциальный валовой доход; $K_{\text{потерь}}$ — общие потери от недосдачи площадей и недосбора платежей.

Прочие доходы, учитываемые при оценке, — это доходы, не связанные со сдачей площадей в аренду. Например, владелец гостиничной недвижимости может предоставлять постояльцам дополнительные услуги и получать от этого доход.

Действительные поступления валового дохода требуют от собственника определенных расходов, связанных с эксплуатацией объекта недвижимости. Такие расходы называют операционными.

Чистый операционный доход (ЧОД) — это действительный валовой доход, скорректированный на величину расходов, связанных с владением недвижимостью и ее эксплуатацией.

Состав операционных расходов зависит от оцениваемого объекта недвижимости, а также от способа прогнозирования эксплуатационных затрат. Однако в любом случае в их состав не включаются амортизационные отчисления, расходы на финансирование объекта оценки и налог на прибыль.

Амортизационные отчисления не являются для собственника затратами и, по сути, представляют собой возврат через арендные платежи ранее понесенных расходов на приобретение недвижимости, т. е. данная статья для собственника объекта является притоком денежных поступлений.

Расходы на финансирование объекта оценки включают сумму погашения кредита с начисленными процентами, который ранее был получен для приобретения оцениваемого объекта.

Денежный поток до вычета налогов — это часть чистого операционного дохода, скорректированная на причитающиеся кредиторам платежи по обслуживанию долга, но до вычета обычного подоходного налога.

Реверсия — это денежная сумма, которую инвестор может получить в случае гипотетической продажи объекта оценки в конце анализируемого периода.

Виды ставок доходности

Ожидаемый инвестором доход предусматривает полное возмещение инвестированных средств (т. е. возврат капитала) и получение прибыли или вознаграждения (т. е. доход от капитала).

Коэффициент капитализации выражает соотношение годового дохода к стоимости вложенного капитала.

Общий коэффициент капитализации — это показатель текущей доходности объекта недвижимости, отражающий соотношение ожидаемого годового чистого операционного дохода и общей стоимости недвижимости. Данный показатель используется для конвертации чистого операционного дохода в стоимость недвижимости. Общий коэффициент капитализации не характеризует эффективность инвестиций в недвижимость и не является индикатором доходности капитала. Он может быть больше, меньше или равен ожидаемой доходности вложенного в недвижимость капитала. С помощью метода кумулятивного построения ставку дисконтирования можно рассчитать следующим образом:

$$R_n = R_{б/р} + П_1 + П_2 + П_3 + C, \quad (2.3)$$

где $R_{б/р}$ — безрисковая (базовая) ставка доходности; $П_1$ — премия за ликвидность; $П_2$ — премия за риск вложения в оцениваемый объект; $П_3$ — премия за инвестиционный менеджмент.

Коэффициент капитализации собственных инвестиций — это показатель текущей доходности, отражающий соотношение между годовыми денежными поступлениями на собственный капитал до вычета налогов и величиной вложенного собственного капитала. Данный показатель также не является индикатором доходности собственного капитала.

Ставка дисконтирования — это ставка, которая используется для пересчета будущих доходов в значение текущей стоимости. Полученный результат отражает величину капитала, который следует вложить, чтобы ожидаемая инвестором доходность равнялась указанной ставке дисконтирования.

2.3 Метод капитализации доходов

Метод капитализации дохода определяет рыночную стоимость недвижимости путем конвертации дохода за один год, ближайший к дате оценки, в стоимость при помощи коэффициента капитализации.

Этапы оценки рыночной стоимости методом капитализации дохода следующие:

- 1) Расчет годового чистого операционного дохода.
- 2) Расчет коэффициента капитализации.
- 3) Расчет рыночной стоимости недвижимости по формуле:

$$C_n = \frac{\text{ЧОД}}{K_k}, \quad (2.4)$$

где C_n — рыночная стоимость недвижимости; ЧОД — чистый операционный доход; K_k — коэффициент капитализации.

Коэффициент капитализации — это процентная ставка, которая используется для конвертации годового дохода в стоимость. Коэффициент капитализации включает ставку доходности инвестора на вложенный капитал и норму возврата капитала:

$$K_n = R_n + H_{в.к}, \quad (2.5)$$

где K_n — коэффициент капитализации для недвижимости; R_n — ставка доходности инвестора на вложенный капитал; $H_{в.к}$ — норма возврата капитала.

Ставка доходности инвестора на вложенный капитал — это норма дохода, которую владелец недвижимости рассчитывает получить исходя из уровня рисков, присущих оцениваемой недвижимости.

Норма возврата капитала — это процентная ставка, которая обеспечивает возврат первоначальных инвестиций. Данная составляющая коэффициента капитализации позволяет в процессе инвестиционного анализа разделить доход, ежегодно приносимый недвижимостью, на две составляющие:

- 1) возмещение капитала, вложенного в недвижимость;
- 2) получение дополнительного дохода от владения объектом.

В оценочной практике используется три метода расчета нормы возврата капитала:

- 1) метод Ринга;
- 2) метод Инвуда;
- 3) метод Хоскольда.

Для расчета нормы возврата капитала в зависимости от метода необходимо располагать следующей информацией:

- остаточный срок службы недвижимости;
- ставка доходности недвижимости;
- безрисковая ставка доходности.

Метод Ринга предполагает линейный возврат вложенного в недвижимость капитала. В данном случае возврат капитала не предполагает его последующего реинвестирования для извлечения дохода. Обычно метод Ринга используется при оценке объектов, находящихся на последней фазе экономической жизни. Для такой недвижимости характерно направление возмещаемых сумм на поддержание объекта. Расчет нормы возврата капитала методом Ринга осуществляется по формуле:

$$H_{в.к} = \frac{1}{n}, \quad (2.6)$$

где $H_{в.к}$ — норма возврата капитала; n — статочный срок службы недвижимости.

Пример 2.1 Рассчитать коэффициент капитализации на основе метода Ринга, если ставка дохода инвестора — 15%, остаточный срок экономической жизни оцениваемой недвижимости — 10 лет.

Решение

Для расчета используем формулы (2.5) и (2.6):

$$H_{в.к} = \frac{1}{10} = 0,1 = 10\%;$$

$$K_n = R_n + H_{в.к} = 0,15 + 0,1 = 0,25 = 25\%.$$

Метод Инвуда предполагает равномерно аннуитетный возврат вложенного в недвижимость капитала. Возмещение инвестиций в данном методе обеспечивается как за счет дохода, приносимого недвижимостью в процессе эксплуатации, так и за счет реинвестирования возвращаемых сумм по основной для недвижимости

ставке дохода. Применение метода Инвуда целесообразно для объектов, не исчерпавших свою экономическую жизнь, при условии, что рассчитанная для недвижимости ставка доходности соответствует рыночному инвестиционному климату:

$$H_{в.к} = \left[\frac{PMT}{FVA} \right]_n^{R_n}. \quad (2.7)$$

Таким образом, для расчета нормы возврата капитала необходимо воспользоваться таблицами сложного процента, применить функцию «Периодический взнос в накопление фонда»; для подбора фактора учитываются ставка доходности, рассчитанная для оцениваемой недвижимости, и остаточный срок экономической жизни объекта.

Пример 2.2 Рассчитать коэффициент капитализации на основе метода Инвуда, если ставка дохода инвестора — 15%, остаточный срок экономической жизни оцениваемой недвижимости — 30 лет.

Решение

Используя формулы (2.5) и (2.7), получаем:

$$H_{в.к} = \left[\frac{PMT}{FVA} \right]_n^{R_n} = \left[\frac{PMT}{FVA} \right]_{30}^{15\%} = 0,0023.$$

$$K_n = R_n + H_{в.к} = 0,15 + 0,0023 = 0,1523 = 15,23\%.$$

Метод Хоскольда так же, как и метод Инвуда, предполагает реинвестирование замещаемых из ежегодного дохода от недвижимости первоначальных вложений, однако в этом случае используется безрисковая ставка доходности. Применение данного метода целесообразно в том случае, если объект не исчерпал свою экономическую жизнь, но ставка доходности, учитывающая инвестиционные риски недвижимости, не соответствует рыночным ожиданиям. Оценщик может использовать предположение о реинвестировании по безрисковой ставке доходности. Таким образом, для расчета нормы возврата капитала необходимо применить функцию «Периодический взнос в накопление фонда» исходя из безрисковой ставки доходности и остаточного срока экономической жизни объекта:

$$H_{в.к} = \left[\frac{PMT}{FVA} \right]_n^{R_{б/р}}. \quad (2.8)$$

Пример 2.3 Рассмотрим, как рассчитать коэффициент капитализации на основе метода Хоскольда, если ставка дохода инвестора — 15%, в том числе безрисковая ставка доходности — 7%, остаточный срок экономической жизни оцениваемой недвижимости — 30 лет.

Решение

Используя формулы (2.5) и (2.8), получаем:

$$H_{в.к} = \left[\frac{PMT}{FVA} \right]_n^{R_{б/р}} = \left[\frac{PMT}{FVA} \right]_{30}^{7\%} = 0,0106;$$

$$K_n = R_n + H_{в.к} = 0,15 + 0,0106 = 0,1606 = 16,06\%.$$

Поскольку применяемая для расчета коэффициента капитализации ставка доходности является для оцениваемой недвижимости на дату оценки постоянной величиной, а величина нормы возврата капитала зависит от используемого метода, выбор метода расчета нормы возврата капитала должен быть обоснован.