

Какой бизнес вы ведете: розничная торговля или управление недвижимостью

В начале 2000-х я работал в рекламной газете. Акционер издательства незадолго до этого приобрела здание в центре Москвы. А я, прочитав книгу Ричарда Брейли и Стюарта Майерса Принципы корпоративных финансов, сделал расчет и показал, что выгоднее было бы сдавать здание в аренду, а не издавать газету)) Любопытно, что аналогичная шутка ходит про Икею. Чем собственно они занимаются: продают мебель или строят мегамолы? Сейчас, перечитывая фундаментальный труд Брейли и Майерса я опять наткнулся на этот пример, который и представляю вашему вниманию.



Мы имеем дело с фирмой, которая владеет сетью универсальных магазинов и для каждого вновь планируемого магазина рассчитывает приведенную стоимость ожидаемых потоков денежных средств, включая цену, по которой он мог бы быть фактически продан. Хотя фирма уделяет большое внимание этим оценкам, к сожалению, обнаружилось, что на ее заключения значительное влияние оказала прогнозируемая продажная цена каждого магазина. Таким образом, хотя фирма и не прибегала к какой-либо специальной экспертизе недвижимости, она обнаружила, что на ее инвестиционные решения непреднамеренное влияние оказывали ее прогнозы будущих цен на недвижимость.

Поняв это, финансовые менеджеры стали каждый раз проверять правильность своего решения об открытии нового магазина следующим вопросом: «Допустим, что на недвижимость установлена справедливая цена. Каковы доказательства того, что ее лучше использовать под один из наших универмагов, нежели найти ей другое применение?» Другими словами, если актив имеет большую ценность для других, чем для вас, остерегайтесь соперничать с ними за этот актив.

Предположим, что новый магазин стоит 100 млн. дол. и вы прогнозируете, что он будет ежегодно приносить 8 млн. дол. прибыли в течение 10 лет. Предполагается, что цены на недвижимость вырастают на 3% в год; так что ожидаемая стоимость недвижимости к концу 10-го года составит:

$$100 * (1,03)^{10} = 134,39 \text{ млн. дол.}$$

При ставке дисконта 10% чистая приведенная стоимость планируемого вами универмага составляет:

$$NPV = -100 + \frac{8}{1,10} + \frac{8}{(1,10)^2} + \dots + \frac{8 + 134,39}{(1,10)^{10}} = 970\,000 \text{ дол.}$$

Обратите внимание, насколько чувствительна эта чистая приведенная стоимость к стоимости недвижимости в конце периода. Например, стоимость в конце периода 120 млн. дол. дает отрицательную чистую приведенную стоимость, равную -4 580 000 дол.

Полезно представить такой бизнес поделенным между двумя участниками – компанией по операциям с недвижимостью, которая покупает здание, и компанией розничной торговли, которая арендует и эксплуатирует его. Затем посчитать, какую арендную плату назначила бы компания по операциям с недвижимостью.

В некоторых случаях обоснованный размер арендной платы можно получить, исходя из сделок с недвижимостью. Например, мы можем узнать, что недавно подобные торговые площади сдавались в аренду за 10 млн. дол. в год. В этом случае мы заключили бы, что место не стоит использовать под наш универмаг. И раз уже место было приобретено, было бы лучше сдать его в аренду за 10 млн. дол., чем использовать под магазин, приносящий только 8 млн. дол.

Вы также можете выяснить обоснованный размер арендой платы, даже если нет данных о подобных сделках с недвижимостью. Допустим, что затраты на привлечение капитала для инвестирования 100 млн. дол. в недвижимость составляют 10%. Компания, занимающаяся операциями с недвижимостью, ожидает получить 3% дохода за счет повышения стоимости вложенного капитала, и, следовательно, доход непосредственно в виде арендной платы должен составить $10 - 3 = 7\%$. Таким образом, в первый год компания розничной торговли должна выплатить арендную плату в размере $0,07 \times 100 = 7,00$ млн. дол.; во второй год арендная плата должна составить $0,07 \times 103 = 7,21$ млн. дол. и т.д.

Далее мы можем посчитать чистую приведенную стоимость нового универмага с точки зрения компании розничной торговли, помня, что теперь магазин берется в аренду, а не покупается:

$$NPV = \frac{8 - 7}{1,10} + \frac{8 - 7,21}{(1,10)^2} + \dots + \frac{8 - 9,13}{(1,10)^{10}} = 970\,000 \text{ дол.}$$

Результат – тот же, что и ранее, но теперь мы можем видеть, что наши прогнозы непоследовательны. В течение последних пяти лет жизни проекта прибыль от магазина не покрывает арендную плату (рис. 1). Если прогнозируемые уровень прибыли и рост цен на недвижимость верны, нам следует завершить проект в 5-м году.¹

	A	B	C	D
1	Вариант с арендой			
2	Год	Доход универмага	Расходы на аренду	Денежный поток
3	1	8 000 000	7 000 000	1 000 000
4	2	8 000 000	7 210 000	790 000
5	3	8 000 000	7 426 300	573 700
6	4	8 000 000	7 649 089	350 911
7	5	8 000 000	7 878 562	121 438
8	6	8 000 000	8 114 919	-114 919
9	7	8 000 000	8 358 366	-358 366
10	8	8 000 000	8 609 117	-609 117
11	9	8 000 000	8 867 391	-867 391
12	10	8 000 000	9 133 412	-1 133 412

Рис. 1. Денежные потоки от универмага

Но перед нами опять встает ключевой вопрос: полагаем ли мы, что универмаг по-прежнему останется лучшим способом использования площадей? Если так, тогда мы не должны обращать внимания на потенциальный рост прибыли от магазина. Другая возможность – ожидаемый рост цен на недвижимость составляет менее 3% в год. Но это подразумевало бы более высокую первоначальную арендную плату; тогда инвестиции в магазин, возможно, не будут иметь положительную чистую приведенную стоимость при любой продолжительности проекта.

Когда бы вы ни принимали решения о капитальных вложениях, думайте, на что вы ставите. Пример с универмагом содержит по крайней мере две ставки: одна – на цены на недвижимость, другая – на способность фирмы успешно управлять универмагом. Но это предполагает некоторые альтернативные стратегии. Например, было бы безрассудством вкладывать деньги в никудышный универмаг просто потому, что вы оптимистично оцениваете цены на недвижимость. В этом случае лучше купить недвижимость и сдать ее в аренду клиентам, предлагающим наиболее высокую цену. Верно и обратное. Вам не следует отказываться от прибыльного универмага лишь на основании ваших пессимистичных предположений о ценах на недвижимость. Было бы лучше, если бы вы продали недвижимость и затем взяли ее в аренду под универмаг. Мы советуем вам разделить эти две ставки, ответив сначала на вопрос: «Следует ли нам открывать магазин в данном месте,

¹ Странно, что авторы не прогнозируют роста прибыли универмага. – Прим. Багузина

допуская, что на недвижимость установлена обоснованная цена?», а затем решить, хотите ли вы еще и заниматься недвижимостью.