

2020/08/28

## 不動產證券化評價

世邦魏理仕不動產估價師聯合事務所

董事/所長 施甫學

WINSTON SHIH, MRICS, CCIM, CVA

**CBRE**

D 886 2 77066206

M 886 910767177

WINSTON.SHIH@CBRE.COM



# 主講者

施甫學 估價及諮詢服務部 董事



## 重要業績

- 不動產證券化項目-新光一號、富邦一號、富邦二號、國泰一號、國泰二號、三鼎、圓滿一號、樂富一號等
- 都市更新項目-實踐段一小段(國泰)、玉成段二小段(國泰)等
- 海外不動產估價-關島塔穆寧市旅館土地、帛琉科羅州旅館等
- 壽險海外不動產估價-Walbrook Building, Woolgate Exchange (國泰人壽)等
- 顧問項目-信義區A7土地、高雄85大樓、高鐵五場站、中華郵政招商案等

## 專業背景

- **14年估價及諮詢專業服務經驗**
- 國家高考不動產估價師
- 國家普考不動產經紀人
- 英國皇家特許測量師學員(MRICS)
- 美國國際認證不動產投資師(CCIM)
- 美國評價師協會NACVA 認證評價師資格 (CVA)
- 國立政治大學地政學系不動產管理與法制組碩士

# 全球卓越的商業地產服務及投資公司



台灣

FORTUNE

全球財富500強排名

**#128**

最愛業界認可  
與尊崇的品牌



大中華區專業人士

**7,700+**

匯聚行業  
頂尖人才



全球據點

**530+**

無可比擬的業務線  
與全球平台資源



服務財富100企業超過

**90%**

擁有眾多  
知名企業客戶



2019年全球營收

**238億美金**

具備強勁的  
投資意願與能力

# 世邦魏理仕透過六大核心業務線 為全球客戶提供卓越服務



顧問及  
交易服務部

投資及  
資本市場部

CBRE  
環球投資

估價及  
諮詢服務部

不動產  
管理部

跨國企業  
服務部

# 服務範疇



## 專業估價

交易價格參考  
資產價值重估  
抵押價值參考  
權利金價值評估  
使用權價值評估(IFRS16)  
租金價格參考  
合建比參考  
都市更新權利變換  
不動產證券化估價



## 開發顧問

土地開發可行性評估  
產品分析及市場定位  
財務分析與風險評估  
營運管理模式策略  
BOT/地上權投標  
都市更新開發評估  
TOD大眾運輸導向開發評估



## 招商投資

區位調研  
投資選址分析  
不動產投資顧問服務  
處分與出場機制評估  
商用不動產招商策略顧問



## 市場調研

市場租售行情調研  
旅館市場調研  
零售市場調研  
酒店式公寓市場調研  
物流市場調研  
工業市場調研  
住宅市場調研

# 主要代表客戶

## 公部門/國營事業

臺北市府  
TAIPEI Taipei City Government  
 臺北市府財政局  
Department of Finance, Taipei City Government  
 臺北市府捷運工程局  
Department of Rapid Transit Systems, Taipei City Government  
 AMERICAN INSTITUTE IN TAIWAN  
美國在台協會  
 台灣高鐵  
TAIWAN HIGH SPEED RAIL  
 中華郵政  
 內政部營建署  
Construction and Planning Agency  
Ministry of the Interior  
 台灣電力公司  
 中華電信  
Chunghwa Telecom  
 桃園國際機場股份有限公司  
Taoyuan International Airport Corporation Ltd.  
 台灣中油股份有限公司  
 台灣肥料股份有限公司  
TAIWAN FERTILIZER CO., LTD.

## 私部門

COSTCO WHOLESALE  
 DECATHLON 迪卡儂  
 Mercedes-Benz  
 三菱地所  
 裕隆汽車  
 IKEA  
 TOSHIBA  
 大潤發 RT-MART  
 三井不動產  
 TATUNG  
 THE CHURCH OF JESUS CHRIST OF LATTER-DAY SAINTS  
 台塑企業  
FORMOSA PLASTICS GROUP  
 FamilyMart  
 Sumitomo  
 中華工程  
BES ENGINEERING CORP.  
 中南紡織股份有限公司

## 金融機構

國泰人壽  
Cathay Life Insurance  
 新光人壽  
新光金控 | Shin Kong Life  
 凱基銀行  
 ANZ  
 南山人壽  
 第一銀行  
We Share We Link  
First Bank  
 中國人壽  
 Standard Chartered  
 citibank  
 臺灣土地銀行  
LAND BANK OF TAIWAN  
 中國信託銀行  
CTBC BANK  
 三商美邦人壽  
Mercuries Life Insurance  
 上海商業儲蓄銀行  
THE SHANGHAI COMMERCIAL & SAVINGS BANK, LTD.

# 估價服務實績

## 海外投資



倫敦-The Walbrook Building  
倫敦-Woolgate Exchange  
上海-青浦工業區廠房

## 商業辦公及廠辦大樓



台北市松山區-民生大樓  
台北市內湖區-華固智富中心  
台北市內湖區-長虹新世代  
台北市南港區-南港軟體園區  
台北市松山區-亞細亞通商大樓  
新北市淡水區-華碩科技  
台中市西屯區-豐邑市政都心

## 土地



宜蘭縣冬山鄉-遊憩用地  
新北市泰山區-塹仔圳重劃區土地  
桃園市中壢區-中壢工業區土地  
臺南市佳里區-住宅區土地  
台北市內湖區-內湖科技園區土地

## 住宅大樓



新北市淡水區-小坪頂海景山莊  
新北市淡水區-新市鎮海上皇宮  
台北市大同區-大橋頭捷運共構宅

## 商場及旅館



桃園市八德區-廣豐新天地  
桃園市中壢區-COZZI和逸旅店  
金門縣金城鎮-陸島酒店  
新竹市新竹市-新竹日月光飯店  
高雄市三民區-德立莊酒店

## 其他特殊案件

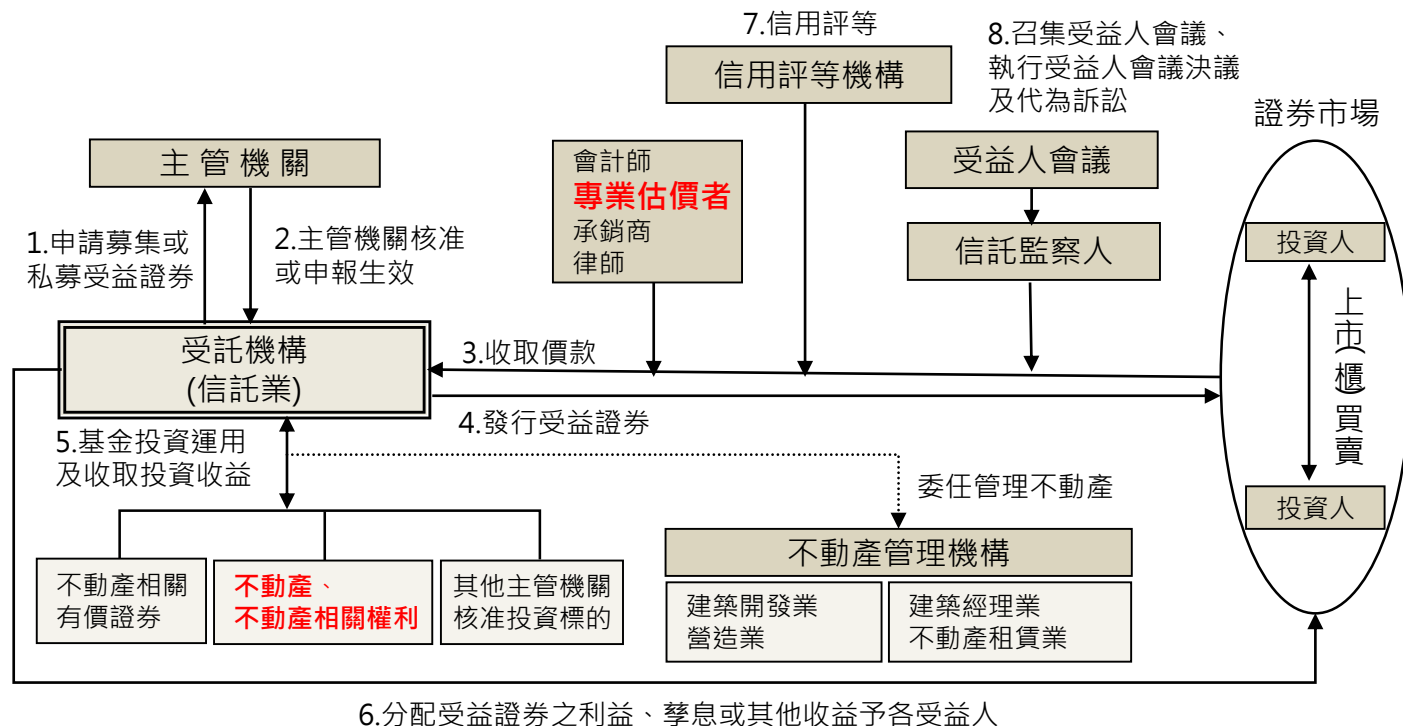


台北市松山區-馥敦飯店南京館合建  
台北市松山區-寶清段都市更新案件  
台北市大安區-地上權案件  
新北市汐止區-日月光家飾館  
桃園市觀音區-物流土地案件

# 不動產估價師在不動產證券化扮演的角色

## 不動產證券化定義

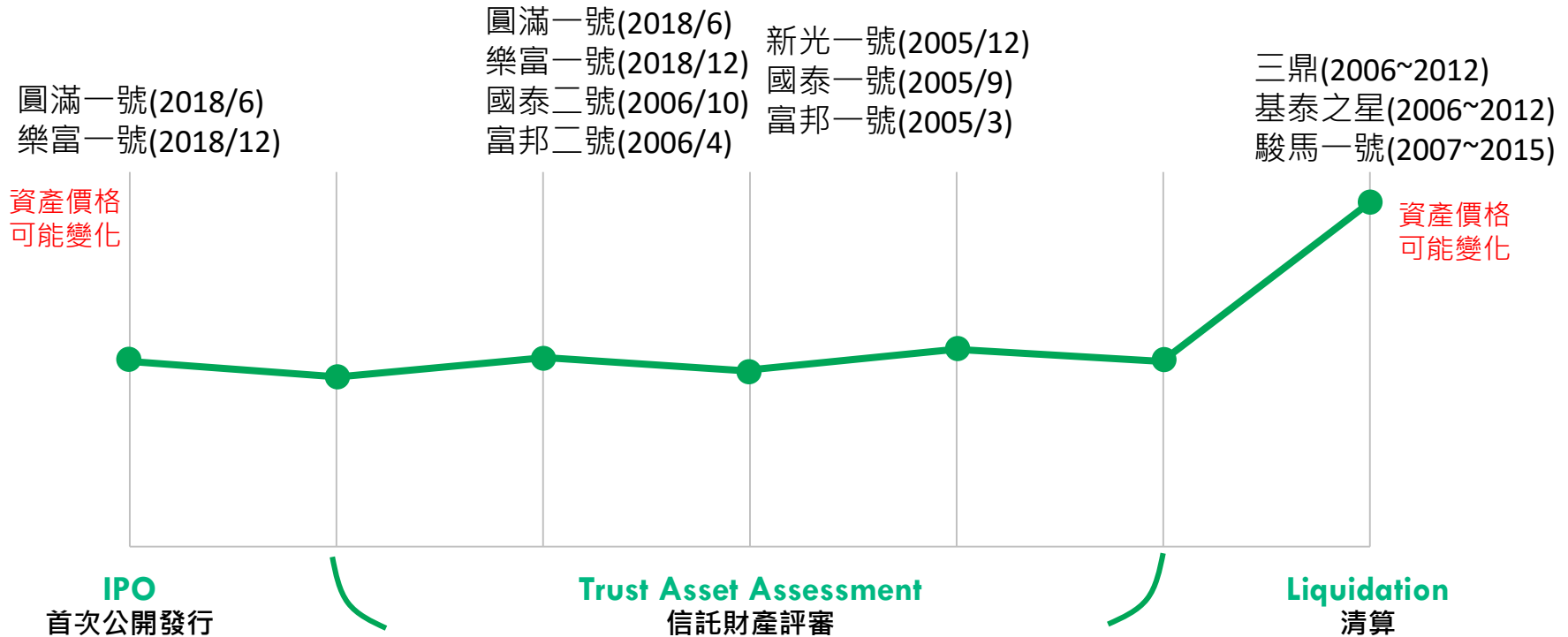
- 對不動產之投資轉變為**證券型態**，投資者與標的物之間，由直接的物權關係，轉為持有**債權性質之有價證券**，使不動產的價值由固定的資本型態，轉化為流動性之資本性證券，以結合不動產市場與資本市場。
- 依不動產證券化條例第4條，受託機構依規定成立不動產投資信託或不動產資產信託，向不特定人募集發行或向特定人私募交付受益證券，以獲取資金之行為。





# 不動產估價師在不動產證券化扮演的角色

## 不動產投資信託基金存續期間



### 不動產投資信託計畫

- 受託機構提出  
不動產開發計畫
- ◆ 2家估價報告書
- ◆ 1家專家審查意見
  - 收益穩定性
  - 價格允當性

### 評審信託財產

- 以勘估標的之契約租金計算為原則
- 應至少每三個月評審一次
- 專業估價者或專家出具相關估價報告書或意見

## 目前各檔不動產投資信託產品類型

商辦12件、商場7件、旅館3件、廠辦2件、物流1件、住宅1件

發行中	掛牌日	投資標的及類型	平均殖利率
富邦一號	2005/03	富邦人壽大樓(商辦)、富邦中山大樓(商辦)、潤泰中崙大樓(商場)	3.26%
國泰一號	2005/10	台北喜來登大飯店(旅館)、台北西門大樓(商場)、台北中華大樓改建(旅館)	3.11%
新光一號	2005/12	新光天母傑仕堡(商場及住宅)、新光國際商業大樓(商辦)、台証金融大樓(商辦)、台南新光三越百貨(商場)、新光信義華廈(商場)、新光人壽中山大樓(商辦)	3.02%
富邦二號	2006/04	富邦民生大樓(商辦)、富邦內湖大樓(廠辦)、潤泰中崙大樓(商辦)	3.17%
國泰二號	2006/10	民生商業大樓(商辦)、世界大樓(商辦)、安和商業大樓(商辦)	3.11%
圓滿一號	2018/06	台南FOCUS百貨(商場)、新北板信銀行家(商辦)	2.44%
樂富一號	2018/11	台茂購物中心(商場)、大都市國際中心(商辦)、NASA科技總部(廠辦)、鹿港永樂酒店(旅館)、觀音物流中心(物流廠房)	2.62%

# 不動產估價方法論介紹及應注意重點

## 應依內政部發布「證券化不動產估價報告書範本」

### 比較法

- 比較法指以比較標的價格為基礎，經比較、分析及調整等，以推算勘估標的價格之方法。

### 成本法

- 成本法，指求取勘估標的於價格日期之重建成本或重置成本，扣減其累積折舊額或其他應扣除部分，以推算勘估標的價格之方法。

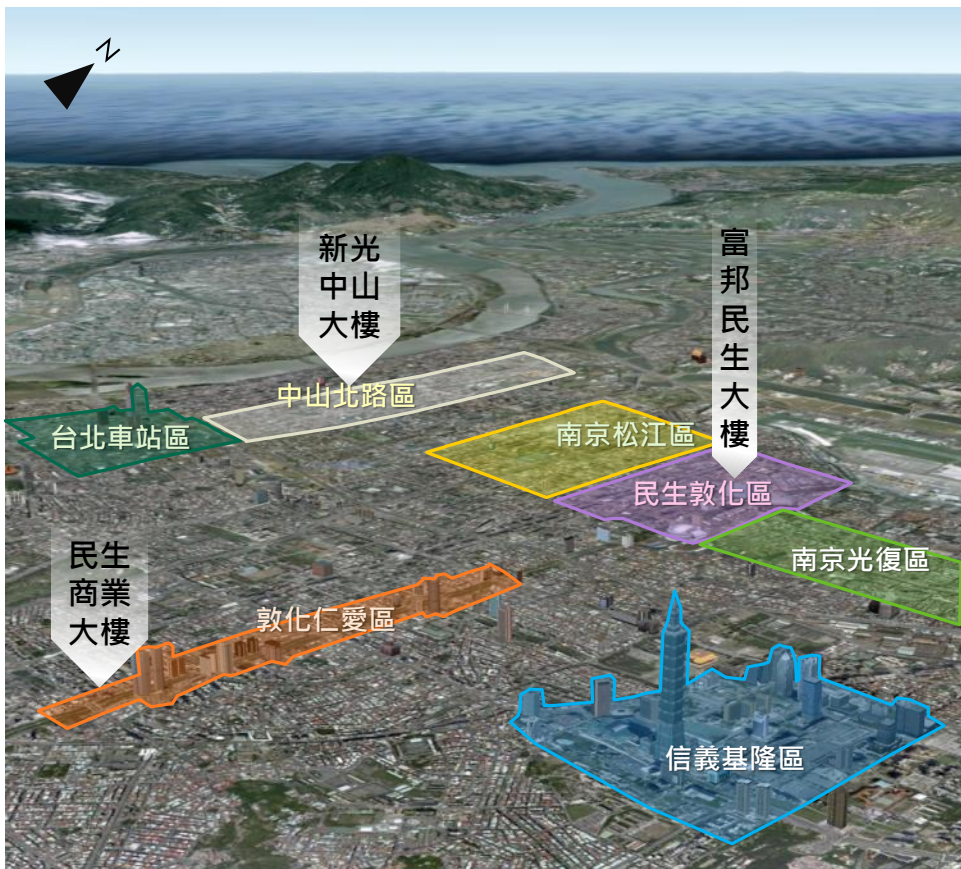
### 收益法

- 收益法得採直接資本化法、**折現現金流量分析法**等方法。

以契約約定租金作為**不動產證券化受益證券**信託利益分配基礎者，**折現現金流量分析法之收益價格**應視前項情形賦予**相對較大之權重**。但不動產證券化標的進行清算時，不在此限。

# 不動產估價方法論介紹及應注意重點-比較法

- 替代原則的運用
- 情況、價格日期、區域因素、個別因素
- 商圈接近、法定用途、等級、面積、屋齡



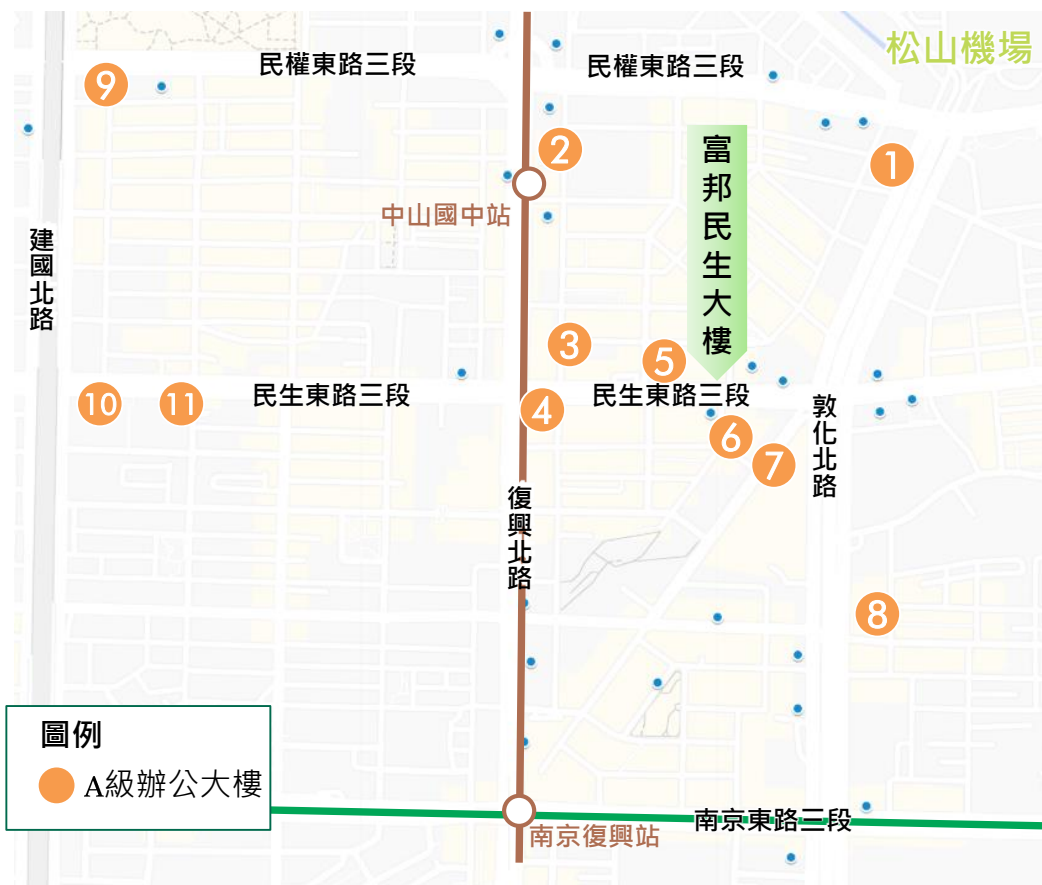
商圈	A辦		B辦	
	平均租金	空置率	平均租金	空置率
台北車站	\$2,300	2.0%	\$1,719	2.9%
中山北路	n/a	n/a	\$1,751	3.5%
南京松江	\$2,234	3.9%	\$1,844	1.5%
民生敦北	\$2,333	4.5%	\$1,808	6.5%
南京光復	\$1,929	7.4%	\$1,729	0.9%
敦化南路	\$2,529	2.6%	\$1,812	3.4%
信義基隆	\$3,201	4.0%	\$1,741	1.2%

資料來源：CBRE

註：表列為臺北市七大辦公商圈2020年第1季平均成交價格(新臺幣元/坪/月)及空置率(%)

# 不動產估價方法論介紹及應注意重點-比較法

- 民生敦北辦公商圈之A級辦公大樓屋齡多達20年，租金行情約介於**每坪每月\$2,300元~3,000元之間**，富邦民生大樓，其租金行情約為**每坪每月\$2,300~2,500元**
- 調查基地周邊辦公大樓進駐業種，以提供專業服務之法律、會計或建築師事務所、診所、文教機構、產險、商務中心等業種為主，且其中又以日商企業居多




編號	辦公大樓	分級	完工年	租金行情	空置率
1	住友福陞大樓	A	1998	2,300~2,700	6%
2	弘雅大樓	A	1993	2,000~2,200	3%
3	聯邦企業大樓	A	1991	2,450~2,600	7%
4	CEC漢德民生大樓	A	1999	2,450~2,800	0%
5	玉山金控總部	A	1992	2,400~2,600	0%
6	宏泰金融大樓	A	1995	2,450~2,900	11%
7	宏泰世界大樓	A	1990	2,400~2,900	6%
8	宏國大樓	A	1993	2,300~3,000	0%
9	全球人壽民權大樓	A	2003	1,950~2,000	0%
10	國泰民生建國大樓	A	2018	2,700~3,000	9%
11	南山民生大樓	A	2005	2,200~2,400	0%

資料來源：CBRE

# 不動產估價方法論介紹及應注意重點-比較法

## 假設松江路旁土地新建辦公室與比較案例

標的	1.將捷巴菲特	2.台北金融中心	3.貝斯美語大樓
松江路旁土地 新建辦公室			
成交單價/推估單價	117.8萬元/坪	144.6萬元/坪	133.2萬元/坪
商業聚集效益	相當	稍優	稍優
區位條件	稍差	稍優	稍優
區域因素調整	+2%	-5%	-5%
最近捷運站及步行距離	行天宮站/捷運共構	小巨蛋站/210m	南京復興站/40m
屋齡(年)	10	9	0.3
建物結構	SRC	SRC	RC
樓層位置	14F	9F	8F
個別因素調整	+7%	-4%	+1%
決定比準層(4F)比較價格	128萬元/坪		

## 比準層(4F)比較價格：128萬元/坪

備註：調整過程僅供參考，實際應照「證券化不動產估價報告書範本」評估

# 不動產估價方法論介紹及應注意重點-成本法

- 土地成本 + 建物成本
- 土地注意分區、使用強度、原容積與法定容積差異
- 建物注意使用市場性(加速折舊)、重大裝修、設備投入

商場



商場



廠房



旅館

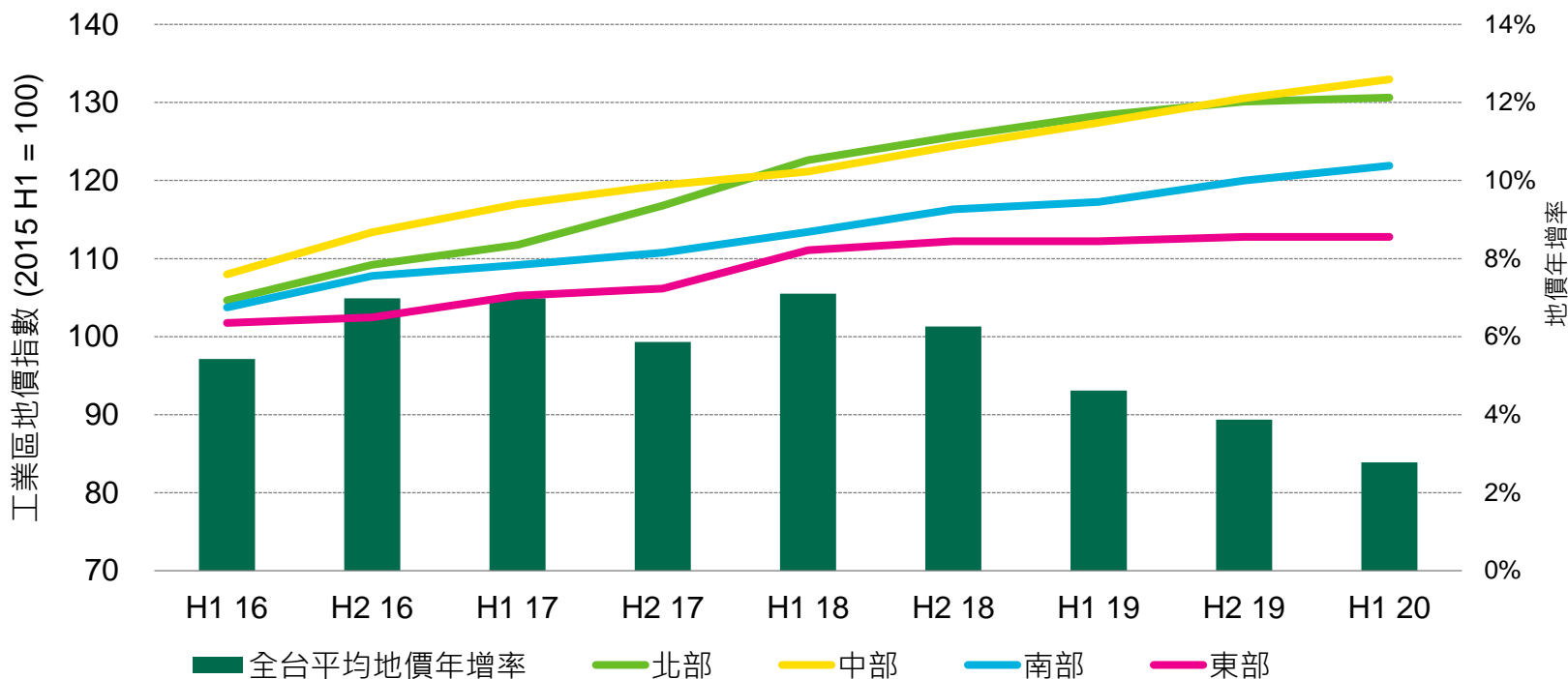


# 不動產估價方法論介紹及應注意重點-成本法

- 土地成本 + 建物成本

- 地價趨勢掌握

## 台灣工業區地價指數走勢



註1：全台工業區平均地價及北、中、南、東各區平均工業地價，係根據全台30個主要工業區之實價登錄資料統計而成。

註2：此處地價指數係以該區域2015上半年之工業區地價作為基準。

資料來源：世邦魏理仕研究部



# 不動產估價方法論介紹及應注意重點-成本法

## -地價掌握

交易日期	位置	土地面積(坪)	買方/開發者	土地單價(元)	備註
2020/5	新市樹谷園區新晶段土地	25,875	統一企業	<b>7.3</b>	自用
2019/11	楊梅區二重溪段140-1等11筆土地	19,399	國泰人壽/永聯	<b>16.8</b>	開發出租
2019/11	新市大營段土地	8,053	富邦 MOMO	<b>7.8</b>	自用
2019/7	觀音區金廣路589號	10,893	樂富一號	<b>9.9</b>	售後回租 全新物流倉，建物以5萬/坪評估
2019/2	龍潭區中豐路高平段	4,435	南山人壽	<b>14.0</b>	售後回租 建物部分3,946坪不計
2018/5	觀音區桃科園區	6,177	鴻大開發	<b>7.7</b>	開發出租
2017/12	楊梅區高上路一段	5,129	國泰人壽/DKSH	<b>8.8</b>	售後回租 建物部分3,513坪
2016/6	觀音區桃科園區	5,088	嘉里大榮	<b>7.2</b>	自用+出租
2015/12	楊梅區和平路	18,447	國泰人壽/永聯	<b>11.8</b>	開發出租
2015/10	觀音區玉林路	11,696	勝旭(江華投資)	<b>6.5</b>	開發出租
2014/5	大園區	7,945	富邦 MOMO	<b>21.5</b>	自用
2013/12	大園區大園工業區	9,112	國泰人壽/永聯	<b>14.8</b>	開發出租
2013/01	觀音區桃科園區	8,193	三商行	<b>6.5</b>	自用
2013/5	龜山區頂湖一街	3,546	詩肯	<b>15.0</b>	自用

# 不動產估價方法論介紹及應注意重點-成本法

## - 建物成本掌握

建物成本				
建物基本條件	建號			-
	建物總面積(坪)			22,000.00
	建物結構			鋼構
	興建樓層(地上/地下)			2F
直接成本	重置成本單價(元)			64,000
	小計(元)			1,408,000,000
間接成本	規劃設計費(元)	建物直接成本之	2.00%	28,160,000
	廣告銷售費用(元)	建築總成本之	0.00%	0
	管理費用及管理基金(元)	建築總成本之	1.50%	25,661,897
	稅捐及其他負擔(元)	建築總成本之	1.00%	17,107,932
	小計(元)			70,929,829
建物建築成本合計(元)				1,478,929,829
資本利息(元)		建築直接成本與間接成本之	4.11%	60,784,016
建物建築利潤(元)		建物總成本之	10.00%	171,079,316
建物總成本(元)				1,710,793,161
建築完成日期				108/11/19
屋齡(年)				0.00
耐用年數(年)				35
建物殘值價格率(%)				5%
每年提列折舊率				2.71%
殘值率				100.00%
折舊後建物成本價格(元/坪)				77,800
折舊後建物成本價格(元)				1,711,600,000

- ◆ 全聯會第四號公報
- ◆ 特殊情形：樓高、載重、地下室超挖
- ◆ 參考實際成本支出

- ◆ 考量構造、建物使用
- ◆ 保養維護情形
- ◆ 產品適合原則加減

# 不動產估價方法論介紹及應注意重點-直接資本化法

- 法定用途下合理市場租金
- 收益資本化率掌握



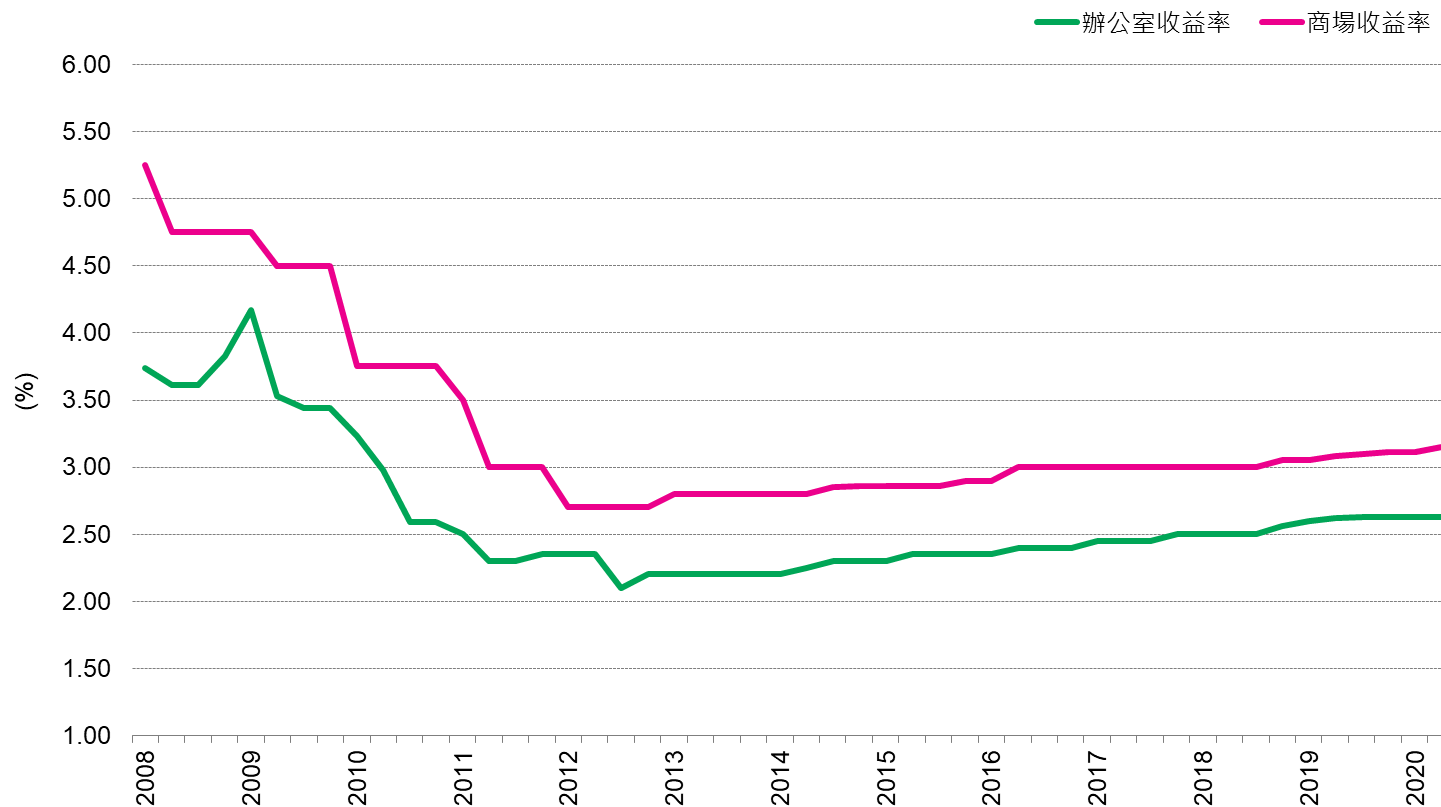
成交日期	成交總價(元)	成交樓層	拆算單價(元/坪)	可成交租金單價(元/坪/月)	毛報酬率
2019/5	22億元	27、28F	157.3	3,100~3,300	2.36%~2.51%
2019/6	5.3億元	18F	154.0	3,000~3,200	2.33%~2.49%
2020/8	12.4億元	16F	179.0	3,000~3,200	2.01%~2.14%

# 不動產估價方法論介紹及應注意重點-直接資本化法

## -參考保險業投資不動產最低收益率

2011/2	2012/8	2012/11	2015/9	2015/9	2016/3	2017/3	2020/3
1.875%	2.125%	2.875%	2.805%	2.555%	2.415%	2.345%	2.095%

備註：保險業最低要求年化收益率得以不低於中華郵政股份有限公司牌告二年期郵政定期儲金小額存款機動利率加二碼為準



# 不動產估價方法論介紹及應注意重點-直接資本化法

- 替代原則、預測原則
- 風險越高報酬率越高



◆ 租金：法定用途下市場預期可成交租金

◆ 報酬率：

住宅 < 商辦 < 廠辦 < (物流、商場、旅館)

核心區 < 非核心區

北部 < (中部、南部) < (東部、離島)

所有權 < 地上權

單一所有權房東 < 非單一所有權房東

# 不動產估價方法論介紹及應注意重點-直接資本化法

## 假設松江路旁土地新建辦公室與收益案例

標的	1.佳佳廣場	2.台北金融中心	3.國泰民生建國大樓
松江路旁土地 新建辦公室			
租金單價	2,571元/坪	2,700元/坪	2,748元/坪
商業聚集效益	相當	稍優	相當
區位條件	相當	稍優	相當
區域因素調整	+0%	-5%	+0%
最近捷運站及步行距離	行天宮站/捷運共構	小巨蛋站/210m	行天宮站/500m
屋齡(年)	5.1	9	1.3
建物結構	SRC	SRC	SC
樓層位置	6F	11F	9F
個別因素調整	+0%	-5%	-4%
決定比準層(4F)租金單價	2,600元/坪/月		
收益資本化率	毛資本化率2.46% /淨資本化率1.94%		
決定比準層(4F)比較價格	127萬元/坪		

## 比準層(4F)收益價格：127萬元/坪

備註：調整過程僅供參考，實際應照「證券化不動產估價報告書範本」評估

# 不動產估價方法論介紹及應注意重點

## -折現現金流量分析法

年期 N

收入面

- ◆ 契約租金為原則
- ◆ 契約租金未知則採市場租金
- ◆ 合理空置率預測
- ◆ 契約租金與市場租金差異 > 20%且剩餘租期五年以上可能影響

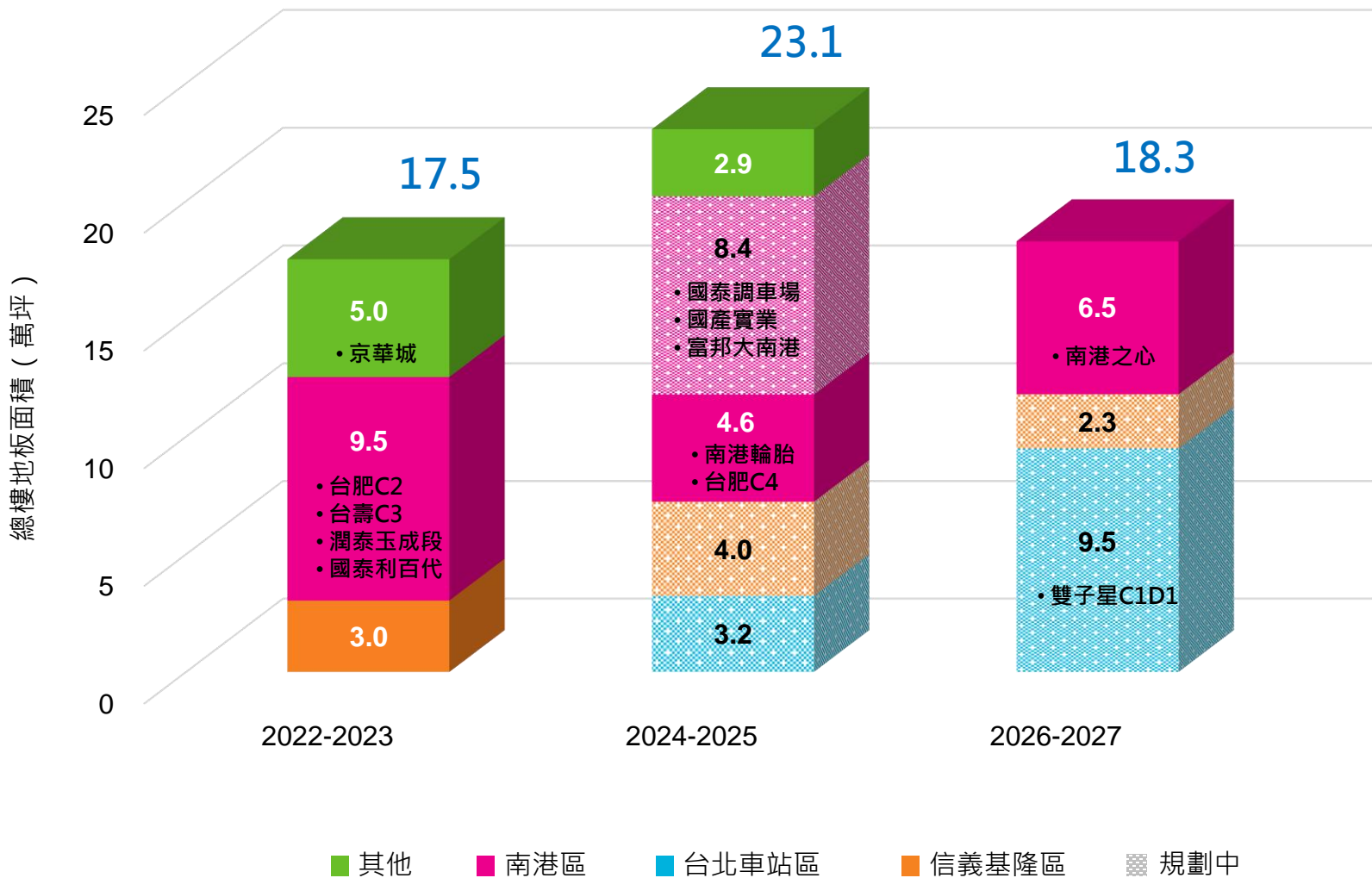
費用面

- ◆ 地價稅或地租、房屋稅、保險費、管理費、維修費、重置提撥費
- ◆ 營運性不動產之營運費用
- ◆ 依信託計畫資料(實際發生費用)推算
- ◆ 留意費用率合理性

期末處分價格推估： $NOI(N+1)/$ 期末收益資本化率

折現率推估： $WACC$ 加權平均資金成本

# 不動產估價方法論介紹及應注意重點-折現現金流量分析法 -預測原則





# 不動產估價方法論介紹及應注意重點-折現現金流量分析法 -預測原則

南港大型辦公大樓開發案，截至2023年，預計將有91,000坪的辦公空間釋出，未來將成為台北市主要辦公新增供給區域



# 不動產估價方法論介紹及應注意重點-折現現金流量分析法

## -旅館估價

### 租金計算方式：

- ◆ 固定租金：市場租金(考量裝修與否)
- ◆ 包底抽成：營業額×22~30%

平均客房收益RevPAR = 客房收入ADR×住房率OCR

收入項目	萬元/年
客房收入	94,923
餐飲收入	128,147
其他收入	25,629
總營收	248,699
租金	63,583

25.56%  
抽成率

備註：國泰一號喜來登飯店2019年營收  
2019年第四季基金管理績效報告

營業收入項目	佔營業收入比	佔部門收入比
房間收入	63.37%	
餐飲收入	20.90%	
其他收入	13.31%	21.00%
附屬營業收入		15.00%
服務費收入		6.00%
營業收入合計	97.58%	
費用合計		
部門費用	佔營業收入比	佔部門收入比
薪資及相關費用	30.00%	
餐飲成本	7.32%	35.00%
其他直接成本	4.00%	
部門費用合計	41.32%	
部門淨收入	56.27%	
無法分類費用		
行政及一般成本	6.00%	
行銷成本	2.50%	固定
營運及維護費用	1.50%	
水、電、瓦斯及燃料費用	4.00%	
無法分類費用合計	14.00%	
稅前收入	42.27%	
管理費	6.00%	
扣除管理費後稅前收入	36.27%	
固定支出		
地價稅	1.57%	
保險	1.00%	
重置提撥費	3.30%	
固定支出合計	5.87%	
飯店淨收入	30.39%	

備註：範例模擬

# 不動產證券化標的轉用性-都市更新或危老重建 -國泰一號中華大樓具增值潛力

## 轉用前



- ◆ 基地面積520.30坪
- ◆ 第四種商業區容積率800%
- ◆ 1977年落成不符耐震需求
- ◆ 原空間規劃及設計不符現代商業需求

## 轉用後



- ◆ 都更+容移容積率1033%
- ◆ 地上28層旅館300間客房
- ◆ 日本西鐵集團Solaria經營

## 結論

- ◆ 估價是以客觀市場資訊運用估價邏輯做主觀判斷
- ◆ 留意契約租金與市場租金差異性-收益穩定性(違約風險)
- ◆ 最有效使用運用-資產轉用(轉用途、重建)
- ◆ 風險性資產估價應考量成本價格
- ◆ 檢討估值是否符合市場性



**THANK YOU**