

Министерство науки и высшего образования Российской Федерации
Федеральное государственное автономное образовательное учреждение высшего образования
**«Уральский федеральный университет
имени первого президента России Б.Н.Ельцина»**

Институт строительства и архитектуры
Кафедра Промышленного, гражданского строительства и экспертизы недвижимости

ДОПУСТИТЬ К ЗАЩИТЕ В ГЭК

Зав. кафедрой _____ Н.И. Фомин

«05» июня 2024 г.

**Совершенствование методологии и инструментария оценки
стоимости объектов торгового назначения в условиях высокой
неопределенности**

**ВЫПУСКНАЯ КВАЛИФИКАЦИОННАЯ РАБОТА
(МАГИСТЕРСКАЯ ДИССЕРТАЦИЯ)
ПО НАПРАВЛЕНИЮ 08.04.01 СТРОИТЕЛЬСТВО**

Научный руководитель

К.э.н, доцент

Нормконтролер

Студент группы СТМ-220101

Нежданова-Байковская А.В

Нежданова-Байковская А.В.

Завьялова А.И.

Екатеринбург, 2024

Институт строительства и архитектуры
Кафедра Промышленного, гражданского строительства и экспертизы недвижимости
Направление подготовки 08.04.01 «Строительство»
Образовательная программа 08.04.01/33.01 «Строительство зданий, сооружений и развитие территорий»
Образовательная траектория Промышленное и гражданское строительство

УТВЕРЖДАЮ

Зав. кафедрой _____ Н. И. Фомин
«12» февраля 2024 г.

ЗАДАНИЕ

на выполнение выпускной квалификационной работы

студента Завьяловой Александры Ивановны группы СТМ-220101
(фамилия, имя, отчество)

1. Тема выпускной квалификационной работы Совершенствование методологии и инструментария оценки стоимости объектов торгового назначения в условиях высокой неопределенности

Утверждена распоряжением по институту от «02» октября 2023 г. № 33.00-05/4(02)

2. Руководитель Нежданова-Байковская А.В., доцент, к.э.н.
(Ф.И.О., должность, ученое звание, ученая степень)

3. Календарный план

№ п/п	Наименование этапов выполнения работы	Срок выполнения этапов работы
1	Глава 1. Теоретические и методологические основы оценки стоимости недвижимости	до 25 декабря 2022 г.
2	Глава 2. Факторы неопределенности и возможность их учета в рамках подходов к оценке доходной недвижимости	до 07 апреля 2024 г.
3	Глава 3. Сравнительный анализ эффективности применения существующих подходов к определению рыночной стоимости объектов доходной недвижимости и основные направления совершенствования методов их оценки	до 28 апреля 2024 г.
	Оформление ВКР	

Руководитель _____ Нежданова-Байковская А.В.
(подпись) (Ф.И.О.)

Задание принял к исполнению _____ Завьялова А.И.
(подпись) (Ф.И.О.)

4. Выпускная квалификационная работа закончена «21» мая 2023 г., считаю возможным допустить к предварительной защите на заседании кафедры.

Руководитель _____ Нежданова-Байковская А.В.
(подпись) (Ф.И.О.)

5. Допустить Завьялову А.И. к защите выпускной квалификационной работы в Государственной экзаменационной комиссии (протокол заседания кафедры №6 от «05» июня 2024 г.).

Зав. кафедрой _____ Фомин Н.И.
(подпись) (Ф.И.О.)

6. Замечания, выявленные на предварительной защите устранены

Руководитель _____ Нежданова-Байковская А.В.
(подпись) (Ф.И.О.)

РЕФЕРАТ

Тема магистерской диссертации: Совершенствование методологии и инструментария оценки стоимости объектов торгового назначения в условиях высокой неопределенности.

Ключевые слова: доходная недвижимость, рынок недвижимости, экономическая неопределенность, пандемия COVID-19, ставка дисконтирования, специфический риск, коэффициент недозагрузки помещений.

Цель исследования состоит в анализе возможности учета ключевых факторов при оценке недвижимости в условиях высокой неопределенности.

Для реализации поставленной цели были решены следующие **задачи:**

1. систематизированы специфические особенности торговой недвижимости в условиях стабильной и нестабильной рыночной среды;
2. исследован сегмент торговой недвижимости в период экономической нестабильности и выявлены факторы влияющие на изменение стоимости объекта в условиях неопределенности;
3. обоснован усовершенствованный подход к определению рыночной стоимости объекта торгового назначения, основанный на учете влияния факторов внешней среды на стоимость объектов доходной недвижимости в зависимости от специфики данного сегмента рынка недвижимости;
4. произведен сравнительный расчет стоимости объекта торговой недвижимости в условиях стабильности и в условиях неопределенности.

Структура – магистерская диссертация состоит из введения, трех глав, заключения, библиографического списка.

Объем работы – основной текст диссертации изложен на 75 страницах, содержит 30 таблиц и 8 рисунков. Библиографический список состоит из 60 наименований.

В первой главе рассмотрены теоретические аспекты доходной недвижимости, систематизированы подходы и ключевые характеристики в рамках подходов.

Во второй главе рассмотрены теоретические аспекты экономической неопределенности, в том числе отечественные и зарубежные методик, произведен обзор рынка торговой недвижимости в период экономической нестабильности. А также рассмотрены более детально факторы неопределенности: коэффициент потерь от недозагрузки и ставка дисконтирования с учетом специфических рисков.

В третьей главе выполнена сравнительный анализ рыночной стоимости торгово-развлекательного центра «Гринвич» в г. Екатеринбург в период экономической стабильности и неопределенности.

ОГЛАВЛЕНИЕ

РЕФЕРАТ	3
ВВЕДЕНИЕ.....	6
1. ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ И МЕТОДОЛОГИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ ОЦЕНКИ СТОИМОСТИ НЕДВИЖИМОСТИ.....	10
1.1. Понятие и сущность доходной недвижимости.....	10
1.2. Анализ методов оценки стоимости недвижимости на основе существующих подходов.....	13
1.3. Ключевые характеристики при оценке объекта доходной недвижимости.....	26
2. ФАКТОРЫ НЕОПРЕДЕЛЕННОСТИ И ВОЗМОЖНОСТЬ ИХ УЧЕТА В РАМКАХ ПОДХОДОВ К ОЦЕНКЕ ДОХОДНОЙ НЕДВИЖИМОСТИ.....	32
2.1. Экономическая сущность неопределенности.....	32
2.2. Коэффициент потерь от недозагрузки арендных площадей как фактор неопределенности	38
2.3. Расчет ставки дисконтирования с применением модели CAPM с учетом специфических рисков, характерных для условий неопределенности ..	41
3. СРАВНИТЕЛЬНЫЙ АНАЛИЗ ЭФФЕКТИВНОСТИ ПРИМЕНЕНИЯ СУЩЕСТВУЮЩИХ ПОДХОДОВ К ОПРЕДЕЛЕНИЮ РЫНОЧНОЙ СТОИМОСТИ ОБЪЕКТОВ ДОХОДНОЙ НЕДВИЖИМОСТИ И ОСНОВНЫЕ НАПРАВЛЕНИЯ СОВЕРШЕНСТВОВАНИЯ МЕТОДОВ ИХ ОЦЕНКИ	46
3.1. Определение сегмента рынка	46
3.2. Определение стоимости объекта исследования в стабильных рыночных условиях.....	49
3.3. Анализ стоимости объекта исследования в условиях высокой неопределенности.....	54
ЗАКЛЮЧЕНИЕ	69
БИБЛИОГРАФИЧЕСКИЙ СПИСОК	71

ВВЕДЕНИЕ

С начала 2020 года и по сегодняшний день оценочная деятельность осуществляется в условиях новой реальности, обусловленной изначально пандемией: падение рынков, государственное регулирование экономики, значительная неопределенность будущего и связанная с ней неработоспособность большинства методик прогноза, рост рисков профессиональной оценочной деятельности. Существенные изменения происходят каждый день. В 2022 году началась СВО, что привело к санкционным ограничениям на стоимость доходной недвижимости. Оценка стоимости объектов торгового назначения является одним из ключевых этапов в процессе их продажи, приобретения или аренды. В условиях высокой неопределенности, связанной с экономическими и политическими рисками, традиционные методологии и инструментарий оценки могут не давать достоверных результатов. Современные эксперты и исследователи активно работают над совершенствованием методологии и инструментария оценки стоимости объектов торгового назначения в условиях высокой неопределенности. **Актуальность** данной проблемы предопределяет необходимость совершенствования методики определения оценки торгового имущества, учитывая экономическую неопределенность. Настоящее исследование основано на изменяющихся предпочтениях потребителей в покупке товаров и услуг. Также наблюдается тенденция к выбору маркетплейсов вместо традиционных магазинов.

Степень разработанности проблемы. В результате литературного обзора определено, что проблема оценки стоимости объектов торгового назначения в условиях высокой неопределенности является актуальной как в России, так и за рубежом. Российскими авторами, занимающимися этой проблемой, можно назвать Смоляк С.А., Аркин В.И., Слестников А.Д. Они проводят исследования по различным аспектам оценки стоимости объектов торговой недвижимости, уделяя внимание особенностям учета неопределенности в данном процессе. Среди зарубежных авторов, занимающихся данной проблемой, стоит отметить работы таких ученых, как Sally Bruer (Салли Бруэр), Richard Latella (Ричард Лателла), Andrew Fray (Эндрю Фрей). Они также изучают аспекты оценки стоимости коммерческой недвижимости в условиях неопределенности и разрабатывают

методологии и инструментарий для улучшения данного процесса, на основе информации пандемии COVID-19.

Объект исследования – торгово-развлекательный центр «Гринвич» в городе Екатеринбурге.

Предметом исследования являются методы оценки доходной недвижимости в рамках основных подходов.

Цель исследования состоит в анализе возможности учета ключевых факторов при оценке недвижимости в условиях высокой неопределенности.

Для достижения поставленной цели в рамках диссертационного исследования были поставлены и успешно решены следующие взаимосвязанные **задачи**:

1. систематизированы специфические особенности торговой недвижимости в условиях стабильной и нестабильной рыночной среды;
2. исследован сегмент торговой недвижимости в период экономической нестабильности и выявлены факторы влияющие на изменение стоимости объекта в условиях неопределенности;
3. обоснован усовершенствованный подход к определению рыночной стоимости объекта торгового назначения, основанный на учете влияния факторов внешней среды на стоимость объектов доходной недвижимости в зависимости от специфики данного сегмента рынка недвижимости;
4. произведен сравнительный расчет стоимости объекта торговой недвижимости в условиях стабильности и в условиях неопределенности.

Теоретической и методологической основой исследования являются федеральные стандарты оценки, федеральные законодательства в сфере оценки, научные работы отечественных и зарубежных авторов, касающиеся предмета исследования, а также нормативно-правовые акты России и зарубежных стран. В исследовании используются общенаучные подходы и их методы оценки недвижимости: доходный (метод дисконтированных денежных потоков, метод прямой капитализации), затратный (метод разбиения), сравнительный. В качестве инструментальных средств применялись программные продукты MS Excel.

Информационную базу исследования составили данные Федеральной

службы государственной статистики, Центрального Банка Российской Федерации, Международного Валютного фонда, Министерства экономического развития Российской Федерации, аналитические материалы крупнейших исследовательских агентств. Кроме того, в исследовании анализируются нормативно-правовые документы.

Основные положения, выносимые на защиту:

1. на основе систематизации специфических особенностей оценки торговой недвижимости, определены критерии, способствующие применению усовершенствованной методологии;
2. исследована динамика посещаемости торговой недвижимости в период экономической нестабильности и выявлены внешние факторы неопределенности влияющие на изменение стоимости объекта в условиях экономической нестабильности;
3. произведен сравнительный анализ стоимости объекта торговой недвижимости в условиях стабильности и в условиях неопределенности.

Научная новизна диссертационного исследования заключается:

1. в систематизации специфики оценки торговой недвижимости;
2. в научном обосновании необходимости учета внешних факторов неопределенности: коэффициента недозагрузки и ставка дисконтирования с учетом специфических рисков, при оценке объектов торгового назначения в условиях изменяющейся рыночной среды.

Теоретическая значимость диссертационной работы состоит в обосновании учета ключевых факторов при оценке недвижимости в рамках подходов. Основные выводы, положения и рекомендации, предложенные в работе, вносят определенный вклад в развитие методологии и теории при оценке доходной недвижимости в условиях экономической неопределенности.

Практическая значимость диссертационной работы. Государственные и частные институты строительства могут использовать предложенную модель учета факторов для повышения эффективности результатов оценки торговой недвижимости. Результаты диссертационного исследования можно использовать в

учебных дисциплинах «Экономика и управление недвижимостью», «Оценка стоимости инвестиционных проектов», «Финансы и денежное обращение».

Степень достоверности и апробации результатов. Достоверность результатов диссертационного исследования подтверждается достаточным количеством наблюдений, современными методами исследования, которые соответствуют цели работы и поставленным задачам. Сформулированные в тексте диссертации научные положения, выводы и практические рекомендации основаны на фактических данных, продемонстрированных в приведенных таблицах и рисунках. Статистический анализ и интерпретация полученных результатов проведены с использованием современных методов обработки информации и статистического анализа.

Публикации. По теме диссертационного исследования автором опубликована 1 работа в научном журнале, рекомендованном Российским индексом научного цитирования.

Структура. Диссертация состоит из введения, трех глав, заключения, библиографического списка, включающего 60 наименований. Основной текст диссертации изложен на 75 страницах, содержит 30 таблиц и 8 рисунков.

1. ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ И МЕТОДОЛОГИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ ОЦЕНКИ СТОИМОСТИ НЕДВИЖИМОСТИ

1.1. Понятие и сущность доходной недвижимости

Согласно ст.130 ГКРФ, к недвижимым вещам (недвижимое имущество, недвижимость) относятся земельные участки, участки недр и все, что прочно связано с землей, то есть объекты, перемещение которых без несоразмерного ущерба их назначению невозможно, в том числе здания, сооружения, объекты незавершенного строительства. К недвижимым вещам относятся жилые и нежилые помещения, а также предназначенные для размещения транспортных средств части зданий или сооружений (машино-места), если границы таких помещений, частей зданий или сооружений описаны в установленном законодательством о государственном кадастровом учете порядке [1].

Недвижимость, способная приносить прибыль владельцу, называется доходной. Коммерческая недвижимость – это здания, сооружения или земельные участки, используемые для коммерческой деятельности с последующим извлечением постоянной прибыли или прироста капитала, дохода от аренды, инвестиционного дохода [19].

Коммерческая недвижимость может быть подразделена на приносящую доход – торговые комплексы, гостиничные объекты, офисные помещения, гаражи-стоянки и создающую условия для получения прибыли – промышленные объекты и складские комплексы недвижимости рис. 1.1.



Рис. 1.1. Классификация коммерческих объектов недвижимости.

Характерные особенности рынка доходной недвижимости связаны с комплексным взаимодействием преимуществ и недостатков, влияющих на целесообразность предпринимательской и коммерческой деятельности. Владельцу доходной недвижимости предоставляется возможность получения более значительной прибыли в течение всего периода эксплуатации объекта по сравнению с другими рынками. Устойчивость потребительского спроса и долгосрочные арендные отношения обеспечивают определенный уровень стабильности и защиты от воздействия внешних изменений. Однако доступность информации на рынке доходной недвижимости ограничена, что усложняет принятие обоснованных решений относительно объема инвестиций. Кроме того, рынок подвержен сильному влиянию внешних факторов, таких как градостроительное регулирование, строительные возможности и особенностей спроса потребителей.

Специфика торговой недвижимости в том, что по-настоящему привлекательными объектами всегда будут лишь единицы. Это связано с местоположением, со сложившимися в зоне влияния потоками пешеходов, конкуренцией. Большинство объектов такими преимуществами не обладают. Сейчас можно говорить о «требовательном» спросе.

Наиболее ликвидный и востребованный объект инвестирования на коммерческом рынке – это как раз торговая недвижимость. Эта недвижимость обладает меньшей налоговой базой, небольшим порогом входа, довольно высоким уровнем средней доходности. У таких объектов, как правило, присутствует отдельный вход и выделенная площадь.

На данный момент эта недвижимость трансформируется, как и во всем мире, в сторону интернет-ритейла, и, скорее, размещение в торговых помещениях большей части сервисных предприятий. Спрос на аренду не падает. В принципе он находится на одном и том же уровне. Один из трендов – это все больше становится мелких арендаторов, которые занимают небольшие площади. Это также связано с развитием интернет-ритейла, потому что набирают популярность пункты выдачи и представительства онлайн-компаний. Существенно увеличилось количество предложений по продаже и аренде помещений за счет ввода в эксплуатацию многофункциональных комплексов. Спрос на торговую

недвижимость фокусируется на тех местах, где есть потенциал трафика и ближайшего окружения в виде большого количества домохозяйств.

Риски присутствуют при любых инвестиционных сделках, однако в обычном случае они не высоки. Но в ситуации экономической неопределенности риски торговых площадей в крупных торговых центрах высокие, а торговые помещения, например пункты выдачи и небольшие торговые площади, приближенные к спальным районам, могут иметь не высокие риски.

Можно подытожить особенности торговой недвижимости [23]:

1. Высокая доходность

Коммерческие объекты являются одним из самых ликвидных форматов недвижимости на российском рынке. Из рыночных анализов предыдущих лет (до 2020 года) годовая прибыль коммерческой недвижимости может достигать 12%. Конкуренцию способны составить только апартаменты. Средняя доходность последних в годовом выражении равна 9-10%. Для сравнения, при сдаче в аренду квартиры владелец может рассчитывать на 3-4% годовых. Разница ощутима, и она не в пользу жилых объектов. Основной доход от торговых площадей — это арендная ставка, которая может зависеть от процента товарооборота или быть фиксирована в руб./кв.м.

2. Долгосрочная выгода

Потенциальные арендаторы квартир, как правило, ищут место проживания на пару месяцев, в лучшем случае — на пару лет. Апартаменты при всех их достоинствах являются еще более краткосрочным вариантом размещения — от нескольких дней до недель. Торговая же недвижимость ориентирована на длительные сроки найма. Вряд ли найдется владелец бизнеса, желающий каждый месяц менять локацию со своим товаром и оборудованием.

3. Широкий ассортимент

Ошибочно полагать, что рынок коммерческой недвижимости менее насыщен, чем, например, загородный. Безусловно, положение сектора зависит от целого ряда факторов и варьируется от региона к региону. Но особенность крупных и развитых городов состоит в том, что недостатка в предложении на рынке нет.

Рынок коммерческой недвижимости успешно развивают застройщики в Екатеринбурге, большинство из которых предусматривают первые этажи в своих проектах под торговые помещения.

4. Универсальные характеристики

Разнообразие объектов дает потенциальным владельцам широкие возможности. Большинство помещений могут быть использованы фактически в любых целях: от уютной кофейни до медицинского центра и спа-салона. Конечно, всегда есть исключения из правил, поэтому важно учитывать особенности конкретного объекта и его местоположения. Благодаря хорошему ремонту и правильному использованию помещения даже объекты без определенных характеристик могут стать надежным источником пассивного дохода.

1.2. Анализ методов оценки стоимости недвижимости на основе существующих подходов

Согласно Федеральному стандарту оценки «Оценка недвижимости (ФСО № 7)» [13] существует несколько подходов к оценке любого вида недвижимости, используемых профессиональными оценщиками: доходный, затратный, сравнительный.

Доходный подход. Данный подход применяется для оценки недвижимости, способной производить или уже производящей потоки доходов. Стоимость недвижимости может определяться с помощью метода дисконтирования денежных потоков, метода прямой капитализации или метода капитализации по расчетным моделям [20].

Метод прямой капитализации используется для оценки объектов недвижимости, которые используются в наиболее эффективных целях и не требующих больших капитальных вложений в ремонт или реконструкцию. Стоимость таких объектов недвижимости рассчитывается путем деления соответствующего рынка годового дохода от объекта на общую ставку капитализации. Ставка капитализации определяется на основе анализа рыночных данных о соотношениях доходов и цен аналогичных объектов недвижимости.

Метод дисконтирования денежных потоков (ДДП) является инструментом оценки недвижимости, способной производить потоки доходов с изменяющейся динамикой во времени. Метод основан на принципе дисконтирования будущих доходов недвижимости по соответствующей доходности инвестиции в аналогичные объекты.

Оценка с использованием данного методом предполагает, что потенциальный инвестор не будет платить за объект недвижимости больше, чем текущая стоимость будущих доходов от данного объекта. Аналогично и обратное, что собственник не будет продавать объект недвижимости по цене ниже, чем текущая стоимость ожидаемых будущих доходов. В результате взаимодействия сторон обычно достигается соглашение о рыночной цене, соответствующей текущей стоимости будущих доходов.

Согласно общепринятой теории оценки, расчёты проводятся по формуле (1.1):

$$PV = \frac{CF_1}{(1+r)^{0,5}} + \dots + \frac{CF_i}{(1+r)^{i-0,5}} + \frac{TV}{(1+r)^n}, \quad (1.1)$$

где PV – текущая стоимость;

CF_i – денежный поток очередного года прогнозного периода;

TV – терминальная стоимость;

r – ставка дисконтирования;

n – общее количество лет прогнозного периода.

Терминальная стоимость компании определяется по модели постоянного роста Гордона по формуле (1.2):

$$\text{Terminal value} = \frac{CF_{n+1} \times (1+g)}{(r-g)^n}, \quad (1.2)$$

где g – ожидаемый темп роста компании в постпрогнозный период;

CF_{n+1} – денежный поток в первый постпрогнозный период.

Для расчета стоимости дисконтированных потоков доходов необходимо определить:

- длительность прогнозного периода;
- ставка дисконта;
- расчёт денежного потока для каждого года прогнозного периода и

первого года постпрогнозного периода;

- терминальную стоимость;
- текущую стоимость будущих денежных потоков.

При эффективном управлении активом срок его жизни стремится к асимптотическому увеличению. С увеличением длительности прогнозного периода снижается точность прогноза, следовательно неразумно прогнозировать данным методом на несколько десятков лет вперед. Для учёта потенциальных доходов после завершения прогнозного периода определяется терминальная стоимость или стоимость реверсии.

Реверсия представляет собой доход от возможной последующей перепродажи имущества в конце периода, это значение соответствует стоимости актива на окончание прогнозируемого периода, отражающего ожидаемые доходы, получаемые в последующем после прогнозного периода.

Терминальная стоимость представляет собой текущую стоимость будущих доходов с учетом капитализации в последующем периоде после прогнозного. Применение модели Гордона является основным методом определения стоимости объекта недвижимости на завершающем периоде прогноза.

Модель Гордона определяет стоимость актива путем капитализации дохода первого года после прогнозного периода по ставке капитализации, которая учитывает долгосрочные темпы роста денежного потока.

Таким образом, можно заключить, что оценка стоимости объекта недвижимости в после прогнозный период основана на предположении о том, что актив способен приносить доходы как в течение прогнозного периода, так и после его завершения. Предполагается, что после завершения прогнозного периода доходы от актива станут стабильными, и в последующем периоде будут получены бесконечные равномерные доходы.

Метод капитализации по расчетным моделям используется для оценки недвижимости, которая генерирует постоянные потоки доходов с ожидаемой динамикой изменения. Процесс капитализации таких доходов осуществляется с использованием общей ставки капитализации, которая формируется на основе

ставки дисконтирования, учитываемой в модели возврата капитала, методов финансирования, ожидаемых изменений доходов и стоимости недвижимости в будущем.

Базовая формула (1.3) расчета представлена следующим образом:

$$C = \frac{NOY}{R_K} \text{ или } C = \frac{\text{ЧОД}}{\text{Коэффициент капитализации}}, \quad (1.3)$$

где C – стоимость объекта недвижимости [20];

R_K – коэффициент капитализации (%) [20].

Таким образом, метод капитализации доходов подразумевает оценку стоимости недвижимости путем преобразования годового чистого операционного дохода в ее текущую стоимость. При использовании данного метода стоит учитывать ряд ограничений: неустойчивость потоков доходов и ситуацию, когда недвижимость находится на этапе реконструкции или незавершенного строительства.

Структура используемых ставок дисконтирования и/или капитализации, включая учет налогов, темпов изменения доходов, возврата капитала и стоимости актива, должна быть соразмерна структуре дисконтируемого/капитализируемого дохода.

Основным фактором для определения рыночной стоимости недвижимого объекта с использованием данной методики является коммерческое освоение объекта недвижимости с целью сдачи его в аренду, при этом рассматривается арендная плата в качестве основного источника генерации дохода.

Затратный подход. Для оценки объектов недвижимости, включая земельные участки, застроенные сооружениями или самостоятельные объекты, необходимо применять затратный подход [20].

Данный подход требует детальной оценки затрат на строительство аналогичного объекта с учётом износа. Этот метод также рекомендуется для оценки недвижимости, которая наилучшим образом использует земельный участок, если возможно правильно определить физический, функциональный и экономический уровни износа объектов капитального строительства.

Также затратный подход целесообразно применять в условиях низкой активности рынка, когда недостаточно данных для применения сравнительного и доходного подходов к оценке недвижимости.

При использовании затратного подхода, стоимость объекта недвижимости определяется в следующей последовательности:

- определить стоимость прав на земельный участок в незастроенном состоянии;
- рассчитать затрат воспроизводство или замещение объектов капитального строительства;
- определить прибыли предпринимателя, связанную с процессом строительства;
- определить износа и устаревание объектов;
- определить стоимости объектов капитального строительства путем суммирования затрат на их создание, прибыли предпринимателя и вычета физического износа и устареваний;
- на основе полученных данных определить общую стоимости недвижимости, как сумму стоимости прав на земельный участок и стоимости объектов капитального строительства.

Оценка стоимости затратным подходом держится на принципе замещения, который предполагает, что осведомленный инвестор не будет переплачивать за активы больше, чем стоимость возведения аналогичного объекта с равной полезностью. В данном случае сначала производится оценка стоимости восстановления или замещения улучшений, учитывая предпринимательскую прибыль, а затем учитывается общее изнашивание, зависящее от физического состояния, функционального устаревания и внешних условий объекта оценки. При использовании затратного подхода важно определить, какая стоимость более обоснована: стоимость замещения или стоимость восстановления.

Стоимость замещения (затраты на полное замещение) представляет собой текущие расходы на строительство аналогичного здания с использованием новых материалов, современных стандартов и дизайна.

С другой стороны, стоимость восстановления означает расходы на возведение точного аналога объекта с использованием тех же материалов, стандартов, дизайна и качества работ, отражающего все недостатки, несоответствия и функциональный износ, присущие объекту оценки.

С существенной теоретической точки зрения наиболее оправданным подходом к оценке стоимости объекта является метод определения стоимости замещения, поскольку вероятность того, что конечный пользователь потребует идеальную копию оцениваемого здания со всеми его характеристиками и особенностями, весьма невелика.

Однако на практике более широкое распространение получил метод определения стоимости восстановления, так как при замещении создается построенное здание, которое имеет свои особенности, отличные от анализируемого объекта. В таком случае сложно определить разницу в полезности между имеющимся зданием и предполагаемым новым строительным объектом.

В зависимости от целей оценки и требуемой точности расчета существует несколько методов определения восстановительной стоимости:

- стоимостной метод;
- ресурсный метод;
- модульный метод;
- метод сравнительной единицы.

Стоимостной метод предполагает использование проектно-сметной документации и применение системы корректирующих коэффициентов пересчета от цен составления сметы к ценам на дату оценки, которые рекомендуются центрами ценообразования в строительстве. Этот метод может включать и общие коэффициенты пересчета для различных типов зданий, а также коэффициенты, отдельно учитывающие изменение стоимости материалов, основной заработной платы и эксплуатационных расходов для машин и оборудования.

Ресурсный метод оценки предполагает вычисление объемов или массы основных элементов зданий и сооружений, определение расхода строительных материалов, их стоимости в соответствии с текущими региональными рыночными

ценами, а также учета затрат на оплату труда, эксплуатацию техники, прочие работы и издержки.

Стоит отметить, что данный метод, основанный на реальных затратах в текущих ценах, более точно приближается к рыночным ценам, чем стоимостной метод.

Модульный метод оценки стоимости предполагает разделение общего объема строительно-монтажных работ на основные разделы (модули), такие как: земляные работы, фундаменты, стены, перекрытия и другие.

Использование модульного метода оценки целесообразно в случае недостатка исходных данных. В такой ситуации достаточно определить затраты на один или несколько основных модулей, чтобы, опираясь на их приблизительный вклад в общую стоимость строительно-монтажных работ, рассчитать общую стоимость проекта.

Метод сравнительной единицы включает в себя учет данных об актуальной стоимости по определенному параметру, например, площади в квадратных метрах общей площади зданий определенного типа, получаемых на основе средней фактической стоимости строительства в конкретном регионе.

Применение метода сравнительной единицы удобно в случаях, когда оцениваемый объект является частью здания, и определение его доли в общей стоимости затруднено из-за значительных различий в планировке, высоте этажей, конструкциях, качестве и уровне внешней и внутренней отделки, а также различиях в инженерном оборудовании.

Затраты на создание объектов капитального строительства определяются как совокупность расходов, включающих затраты на строительно-монтажные работы, непосредственно связанные с созданием этих объектов, а также иные расходы, связанные с их созданием, но не включаемые в состав строительно-монтажных работ.

Для оценки рыночной стоимости недвижимости прибыль предпринимателя рассчитывается на основе рыночной информации с использованием мето-

дов экстракции, экспертных оценок или аналитических моделей с учетом прямых, косвенных и внедренных издержек, связанных с созданием объектов капитального строительства и приобретением прав на земельный участок.

Износ и устаревание определяются как потеря стоимости недвижимости вследствие физического износа, функционального изменения и внешнего устаревания, при этом износ и устаревания относятся к объектам капитального строительства, относящимся к оцениваемой недвижимости.

Существует комплексный аналитический подход к определению степени износа объектов, представленный тремя методами: методом разбиения, методом срока жизни и методом экстракции или рыночным методом.

При использовании метода разбиения проводится дифференцированная оценка физического, функционального и внешнего износа, каждый из которых подразделяется на устранимый и неустранимый.

Метод срока жизни базируется на определении типичного срока экономической жизни улучшений и их эффективного возраста для определения степени износа.

Рыночный метод или метод экстракции позволяет определить износ на основе анализа рыночных данных.

Физический износ отражает потери стоимости здания вследствие его эксплуатации и воздействия природных факторов. Функциональное устаревание представляет убытки стоимости здания из-за несоответствия его функциональных характеристик требованиям рынка на момент оценки, где конструктивные элементы, материалы и дизайн могут привести к снижению функциональности, ценности и, соответственно, цены здания.

Внешний экономический износ является результатом воздействия внешних факторов на объект собственности, что приводит к уменьшению его экономической ценности и доходности для владельца. Этот вид износа проявляется в уменьшении стоимости объекта из-за широкого спектра воздействующих факторов, таких как технологические изменения на отраслевом, региональном, нацио-

нальном и мировом уровнях, социально-экономические изменения, экологические проблемы и политические перемены. Поэтому данный процесс часто именуется как внешнее устаревание [21].

Совокупный износ определяется по формуле (1.4):

$$I_{\text{сов}} = 1 - (1 - I_{\text{физ}}) * (1 - I_{\text{фун}}) * (1 - I_{\text{внеш}}), \quad (1.4)$$

где: $I_{\text{сов}}$ – совокупный износ;

$I_{\text{физ}}$, $I_{\text{фун}}$, $I_{\text{внеш}}$ – выраженная в долях степень соответствующего частного износа или обесценения – физического, функционального и внешнего (экономического).

К недостаткам затратного подхода можно отнести сложность расчета стоимости воспроизведения старых зданий и строений, так же, как и величины его износа. Отдельная от объекта оценка земельного участка, на котором он расположен, весьма проблематична. Данный подход трудоемко применять к оценке торговой недвижимости.

Сравнительный подход. Для оценки стоимости недвижимости применяются различные методы, характеризующиеся особым подходом к анализу и вычислениям. Сравнительный подход, который является одним из таких методов, учитывает сопоставимость объектов недвижимости с целью определения цены исследуемого объекта. При этом важным является подбор достаточного количества аналогичных объектов с известными ценами сделок или предложений [20].

Для выполнения расчетов используются типичные для аналогичного объекта сложившиеся на рынке оцениваемого объекта удельные показатели стоимости, в частности цена или арендная плата за единицу площади или единицу объема.

В зависимости от имеющейся на рынке исходной информации в процессе оценки недвижимости могут использоваться качественные методы оценки: относительный сравнительный анализ, метод экспертных оценок; количественные методы оценки: метод регрессионного анализа, метод количественных корректировок; а также их сочетания.

Качественный метод оценки недвижимости основан на анализе взаимосвязей между объектами-аналогами и исследуемым объектом, а также на информации, полученной от экспертов. Эти взаимосвязи используются для проведения оценки в соответствии с выбранным методом и технологией.

Метод корректировок используется при учете различий между объектами-аналогами и оцениваемым объектом по ценообразующим факторам. После выявления этих различий происходит корректировка цены объекта-аналога с учетом выявленных отличий с целью определения стоимости исследуемого объекта.

Метод регрессионного анализа позволяет оценщику построить модель ценообразования, соответствующую сегменту рынка оцениваемого объекта. С ее помощью определяется расчетное значение стоимости исследуемого объекта на основе данных анализируемого рынка.

Для сравнения объекта оценки с другими объектами недвижимости, с которыми были совершены сделки или которые представлены на рынке для их совершения, обычно используются следующие элементы сравнения:

- передаваемые имущественные права, ограничения этих прав;
- условия финансирования состоявшейся или предполагаемой сделки;
- условия продажи;
- условия рынка;
- местоположение объекта;
- физические характеристики объекта, в том числе свойства земельного участка, состояние объектов капитального строительства, соотношение площади земельного участка и площади его застройки;
- экономические характеристики (уровень операционных расходов, условия аренды, состав арендаторов, иные характеристики);

Сравнительный подход может использоваться для определения других расчетных показателей, например, арендных ставок, износа и устареваний, ставок капитализации и дисконтирования.

Данный подход позволяет учесть изменение финансовых условий и инфляцию, а также вносить корректировки в отличие с аналогом. Однако сложно найти

идентичный объект-аналог, и сбор информации о ценах продаж и условий сделки достаточно сложен для торговой недвижимости.

В настоящее время общепринятые методические подходы, используемые при оценке рыночной стоимости доходной недвижимости, соответствуют сложившимся и изложенным в стандартах оценки подходам, применяемым к оценке.

Исходя из нынешних реалий, начиная с 2020 года и по сегодняшний день данные методы нуждаются в корректировке, предусматривающей оценку недвижимости в условиях экономической неопределенности. Для оценки подходов и возможности их корректировки структурируем существующие подходы и специфику их расчета в табл. 1.1.

Таблица 1.1.

Специфика оценки торговой недвижимости в рамках каждого из существующих подходов

Подход	Особенность подхода/метода	Специфика расчета
1. Доходный подход	Основывается на расчетах денежных потоках, которые может приносить объект недвижимости в будущих периодах	
<i>Метод прямой капитализации</i>	Метод предполагает постоянство чистого операционного дохода (ЧОД) в течение периода владения	Рыночная ставка капитализации отражает отношение между доходом, генерируемым объектом недвижимости, и его стоимостью. Чем выше значение ставки капитализации, тем ниже стоимость объекта недвижимости. Для проведения оценки с использованием метода прямой капитализации необходимо учесть ряд факторов, включая анализ рыночных данных по сопоставимым объектам, оценку долгосрочной устойчивости дохода от недвижимости, а также прогнозирование будущих денежных потоков.

ется одной из ключевых задач и требует осмысления разнообразных инструментов. Среди возможных инструментов, способствующих анализу и улучшению методики, могут быть критерии, представленные в табл. 1.2.

Таблица 1.2.

Критерии усовершенствованной методики

Подход	Критерий	Обоснование	Специфика подхода в условиях неопределенности
Доходный	Возможность прогнозирования доходов от объекта	<ul style="list-style-type: none"> • необходимо учитывать динамику спроса и предложения на рынке недвижимости и потенциальные изменения в заполняемости площадей в условиях неопределенности; • анализ рисков и неопределенности, связанных с факторами внешней среды; • оценка влияния экономических, политических и социокультурных факторов на будущие доходы; 	Поток доходов нестабилен, следует применять метод ДДП с учетом специфических рисков при расчете ставки дисконтирования. Также появляется необходимость учета изменения в недозагрузки торговых площадей.
Сравнительный	Оценка сопоставимости анализируемого объекта с рыночными аналогами	<ul style="list-style-type: none"> • необходимо учитывать ключевые параметры сравнения, которые могут быть наиболее значимыми в переменных экономических условиях; 	Применение данного подхода в условиях неопределенности затруднено, в связи с резкими изменениями стоимости объектов, а также с подбором объектов-аналогов. В период неопределенности присутствует низкая покупательская способность, на рынке присутствует много экстремумов, что не отражает рынок.
Загрязненный	Расчет внешнего износа	<ul style="list-style-type: none"> • необходимость учета устаревания и эксплуатационную активность торговых объектов в условиях переменчивости рынка. 	Появляется внешний износ, который отсутствует в условиях стабильности, а условиях неопределенности внешний износ обусловлен внешней рыночной ситуацией.

Дальнейшее исследование и разработка данных критериев направлены на обеспечение более точной и адекватной оценки стоимости объектов торгового назначения, что является актуальной задачей в условиях высокой степени неопределенности на рынке недвижимости.

1.3. Ключевые характеристики при оценке объекта доходной недвижимости

Поскольку ключевым показателем, характеризующим состояние рынка недвижимости, является доходность от сдачи объекта в аренду, что является также наиболее значимым фактором при оценке торговой недвижимости, то можно говорить о значительном снижении показателя доходности на дату оценки в период пандемии коронавируса. Это снижение доходности означает, что инвесторы и участники рынка недвижимости сталкиваются с новыми вызовами и рисками, требующими адаптации к изменяющимся условиям. Проведение глубокого анализа причин и предвидение возможных последствий данного снижения доходности становится срочной необходимостью для разработки эффективных стратегий управления недвижимостью в условиях нестабильности на рынке.

Оценщик, как и другие участники рынка сталкивается с неопределенностью дальнейших перспектив деятельности, а именно применительно к объекту оценки, неопределенности прогнозирования доходов от эксплуатации крупного торгового центра. В силу указанной причины оценщик опирается на фактические данные о недополученных доходах такие как недозагрузки и прочих ценообразующих показателях на основании предоставленной заказчиком информации.

Реакция на COVID-19 означает, что мы сталкиваемся с беспрецедентным набором обстоятельств, на которых можно основывать суждения лишь на дату оценки. Прогноза будущих значений затруднен.

При оценке доходным подходом, к факторам неопределенности можно определенно отнести коэффициент потерь от недозагрузки арендных площадей. Правительственные меры, такие как социальное дистанцирование и ограничения на торговлю, оказали влияние на трафик в торговых центрах и на доходах арендаторов. А главной причиной учета фактора можно назвать уход иностранных брендов на фоне СВО.

Также стоит учесть ряд причин, что Центральные Банки во всем мире снизили процентные ставки для стимулирования экономического роста вовремя COVID-19. Пандемия повысила риск для торговой недвижимости, поскольку она

привела к банкротствам арендаторов, закрытию магазинов и неопределенности в отношении долгосрочной устойчивости отрасли. С 2022 года многие страны пытаются изолировать Россию, из-за чего расчет инфляция, а Центральный Банк РФ повышает ключевую ставку, пытаясь сохранить инфляцию на прежнем уровне. Все эти причины отражаются в ставке дисконтирования.

Вышеизложенная информация может служить основанием предполагать взаимосвязь стоимости доходоприносящего объекта с приостановкой его фактического использования. Таким образом, в отсутствие рыночной активности может учитываться внешнее устаревание объекта недвижимости как фактор неопределенности при оценке затратного подхода. Еще одним фактором неопределенности данного подхода является сложность расчета затрат на воспроизводство/замещение объекта доходной недвижимости. В 2020 году девелоперы отметили рост цен на строительные материалы и оборудование до 25%, на это повлияла логистика импортных материалов во время пандемии. В 2021 году наблюдался более резкий рост, так, некоторые материалы достигли трех-четырёхкратного увеличения базовых цен 2020 года [34]. При оценке объекта торговой недвижимости увеличит прямые затраты, и саму восстановительную стоимость.

COVID-19 вызвал экономическую нестабильность и колебания спроса, а они соответственно привели к волатильности арендных ставок [17].

Валовый рентный мультипликатор (VRM) – это один из ключевых показателей, используемых при сравнительном подходе к оценке недвижимости. Мультипликатор представляет собой отношение рыночной цены недвижимости к ее годовому доходу от сдачи в аренду. VRM позволяет инвесторам оценивать относительную стоимость недвижимости на основе ее потенциального дохода от аренды [58].

В период пандемии VRM становится дополнительным фактором неопределенности в процессе оценки недвижимости. Арендные доходы в период пандемии были не стабильны [30], связано это с финансовыми трудностями арендаторов, снижением спроса на аренду, изменением условий аренды и другими факторами, что за само собой привело к рискам неплатежей.

Коэффициентом капитализации является параметр, преобразующий чистый доход в стоимость объекта [22]. При этом учитывается как сама чистая прибыль, получаемая от эксплуатации оцениваемого объекта, так и возмещение основного капитала, затраченного на приобретение объекта. Если в качестве единиц сравнения используется ОКК, то основным этапом расчета стоимости объекта становится подбор сопоставимых, в том числе по рискам и доходам, продаж в данном сегменте рынка доходной недвижимости. Рынок изменчив, а в условиях высокой неопределенности инвесторы стали более осторожными в своем подходе к оценке доходной недвижимости. Они требуют более высоких ОКК, чтобы компенсировать неопределенность будущих доходов и риски, связанные с пандемией.

Стоит отметить, что в отличие от мультипликатора валовых рентных платежей коэффициент капитализации имеет четкое экономическое значение. Он характеризует конечную доходность и способ возврата капитала, присущий конкретному объекту недвижимости. Таким образом, он может быть рассчитан на основе анализа доходности альтернативных вариантов инвестирования, с учетом ожидаемого увеличения или уменьшения стоимости оцениваемого объекта за прогнозируемый период.

На основе специфики расчета каждого подхода из предыдущей табл. 1.1 и с учетом вышесказанного, можно систематизировать основные факторы каждого подхода, которые могут быть учтены при оценке торговой недвижимости в условиях неопределенности. Данные факторы неопределенности в рамках подходов представлены в табл. 1.3.

Таблица 1.3.

Факторы неопределенности в рамках подходов к оценке
торговой недвижимости

Подход	Фактор неопределенности	Характеристика
Доходный	Коэффициент потерь от недозагрузки арендных площадей.	Высокий коэффициент свидетельствует о неопределенности доходности и возможных рисках убытков в случае недостаточной загруженности объекта. Учёт этого фактора помогает снизить потенциальные убытки и принять более обоснованные инвестиционные решения.

Подход	Фактор неопределенности	Характеристика
Доходный	Ставка дисконтирования. Специфические риски.	Более высокий уровень ставки дисконтирования, учитывающий специфические риски, может указывать на увеличение неопределенности и нестабильности на рынке. Специфические риски, такие как изменения в законодательстве или конкуренция, могут значительным образом влиять на оценку недвижимости, учет этих факторов необходим для более точной оценки и управления потенциальными рисками.
Затратный	Внешнее устаревание объекта.	Ситуация, возникающая во внешней среде относительно объекта доходной недвижимости, оказывает влияние на его стоимость через ряд факторов, которые являются критическими при определении ценовых показателей. Среди таких факторов можно выделить инфляцию, динамику спроса и предложения на рынке, изменения в налоговой политике и законодательстве. Эти факторы взаимосвязаны и оказывают значительное воздействие на оценку стоимости объекта недвижимости, анализ которой является необходимым для адекватного принятия решений в инвестиционной деятельности.
	Увеличение прямых затрат.	Увеличение прямых затрат влияет на объекты доходной недвижимости, увеличивая расходы на строительство, эксплуатацию и поддержание недвижимости. Этот фактор способен изменить планировку инвестиций и снизить рентабельность проектов недвижимости.
Сравнительный	Валовый рентный мультипликатор.	Повышение валового рентного мультипликатора может указывать на увеличение доходности объекта, что может повлиять на его стоимость. Зависимость от изменения валового рентного мультипликатора обусловлена рыночными факторами, такими как спрос, предложение и уровень арендных ставок.
	Коэффициент капитализации.	Коэффициент капитализации является важным индикатором оценки коммерческой недвижимости, определяющим соотношение между ценой и доходом от объекта. Изменение коэффициента капитализации может отражать изменения в рыночных условиях и рисках инвестиций. Зависимость от этого показателя обусловлена уровнем доходности объекта и перспективами роста доходов.

Данная систематизация и анализ вышеперечисленных факторов неопределенности в рамках подходов к оценке торговой недвижимости позволяют лучше понять и учитывать специфику каждого фактора и его влияние на процесс оценки недвижимости. Для дальнейшей оценки торгового объекта недвижимости, более детально рассмотрим факторы доходного подхода, и исследуем причины их изменчивости.

Таким образом, согласно федеральным стандартам оценки [9], [10], [11], [12] существует три подхода для оценки недвижимости, в данном разделе систематизирована специфика расчета каждого подхода в стабильных рыночных условиях и представлена в табл. 1.1.

Стоимость объекта недвижимости оценивается по значениям и динамике двух его ключевых характеристик: интенсивности приносимых им чистого дохода и стоимости земельного участка, на котором оно расположено.

Необходимость учета динамики ключевых характеристик связана с факторами, оказывающими влияние на стоимость земельных участков и зданий с течением времени. Эти факторы включают в себя изменения в общих ценах в стране и регионе (инфляция), изменения в составе и доходности соседних объектов недвижимости, а также физический износ зданий с возрастом. Владельцам приходится увеличивать затраты на техническое обслуживание и ремонт зданий, что уменьшает чистый доход. В результате появления новых зданий других инвесторов в районе начинается конкуренция за арендаторов, что может привести к снижению арендной платы и доходов для владельцев. Эта ситуация интерпретируется как функциональный износ здания. В отличие от новых зданий, функциональный износ в старых зданиях увеличивается по мере появления на рынке более современных типов недвижимости [24].

Для дальнейшего исследования оценки стоимости доходной недвижимости в условиях неопределенности используется доходный подход, метод дисконтирования денежных потоков. Доходный подход более целесообразен, по сравнению с вышеприведенными подходами, так как учитывает долгосрочные перспективы объекта недвижимости, в большей степени отражает представления инвестора о недвижимости как источнике дохода, а также учитывает уровень риска.

Сравнительный подход основан на рыночной информации об условиях и ценах сделок, и хоть он и отражает реальную практику сделок, будут существовать трудности при подборе и поиску объекта-аналога.

В затратном подходе отсутствует возможность учета будущей доходности

объекта. Также данный подход подразумевает стоимость строительства в текущих ценах на действительную дату оценки объекта. При обычной экономической ситуации в стране и мире, в большинстве случаев для оценки стоимости доходной недвижимости используется доходный подход метод капитализации, который позволяет рассчитать на основе постоянных денежных потоков. Метод дисконтированных денежных потоков позволяет учесть все риски.

2. ФАКТОРЫ НЕОПРЕДЕЛЕННОСТИ И ВОЗМОЖНОСТЬ ИХ УЧЕТА В РАМКАХ ПОДХОДОВ К ОЦЕНКЕ ДОХОДНОЙ НЕДВИЖИМОСТИ

2.1. Экономическая сущность неопределенности

Под высокой неопределенностью внешних факторов понимается ситуация, когда по объективным, независящим от оценщика причинам, величина стоимости не может быть определена «с разумной степенью достоверности». При этом причины являются внешними по отношению к объекту оценки и его рынку (эпидемиологические / пандемические, политические, военные, макроэкономические, и пр.). Оценщик в рамках современных достижений науки и техники (методологии), правил делового оборота достаточно сложно достоверно учесть характер и интенсивность влияния указанных причин на величину стоимости [1].

Неопределенность в оценке может быть обусловлена различными факторами:

- уникальные свойства актива или обязательства, которые могут быть редкими и создавать сложности в анализе реакции покупателей на эти уникальные особенности, а также в определении потенциальной стоимости объекта;

- недостаток информации из-за ограничений, налагаемых заказчиком оценки или рыночными условиями, что приводит к необходимости делать допущения и сохранению неопределенности в оценке;

- нарушение нормального функционирования рынка из-за непредсказуемых уникальных факторов, включая природные, политические и экономические аспекты. Такие события снижают уверенность в исходной информации, отсутствующие или неадекватные рыночные данные и нестандартные рыночные условия могут затруднить формирование точного мнения о стоимости активов в данных обстоятельствах

Общепризнано, что неопределенность возникает из-за отсутствия знаний и недостаточной или неполной информации обо всех исходных данных, которые можно использовать в анализе.

Экономическая неопределенность – это условия принятия экономических решений, изменения которых трудно предугадать, а вероятность их наступления нельзя оценить [18].

Согласно статье на сайте международного валютного фонда (МВФ, англ. International Monetary Fund, IMF), глобальная неопределенность достигла беспрецедентных масштабов на момент вспышки COVID-19. Индекс мировой неопределенности – это квартальный показатель глобальной экономической и стратегической неопределенности, охватывающей 143 страны [35].

The Australian Property Institute (API, австралийская компания, входящая в комитет для разработки общемировых стандартов оценки недвижимости) отмечает, что неопределенность оценки, непосредственно зависит от неопределенности рынка [60].

Рыночная неопределенность возникает в результате событий, которые являются внешними для процесса оценки и, как правило, не поддается измерению на дату оценки.

Неопределенность на рынке возникает, когда рынок, по состоянию на дату оценки, нарушается из-за событий, которые происходят или недавно произошли, таких как внезапные экономические или политические кризисы.

Событием, вызывающим неопределенность на рынке, может быть макроэкономическая ситуация, например пандемия COVID-19 [32], СВО или микроэкономическая, например, изменение закона или правила, которое изменяет или разрушает рыночный сектор.

На рынке недвижимости как макроэкономическое, так и микроэкономическое событие (события) могут привести к неопределенности в оценке. Влияние на цены и объемы продаж не будет известно до тех пор, пока на это не среагирует рынок [51].

Кроме того, API отмечает, что использование «справочников» может быть некорректным из-за устаревания данных во времена неопределенности на рынке.

В условиях неопределенности необходимо осуществлять корректную оценку любого вида активов, а в отношении торговой недвижимости это более

актуально, чем в жилой недвижимости т.к. торговая недвижимость – это доходоприносящий объект, у которого в период нестабильной экономической ситуации отсутствует стабильный денежный поток от эксплуатации объекта, например как во времена пандемии и локдауна. Наблюдается динамика изменения ключевых финансовых показателей, что порождает неопределенность относительно достоверности исходной информации, поскольку оценочные данные могут стать недостаточно адекватными в контексте этих изменений.

Во времена пандемии в России были разработаны методические разъяснения (МРз) по определению стоимости в экономически не стабильный период [2], предназначенные для подготовки отчетов об оценке в условиях высокой неопределенности.

Согласно методическим рекомендациям при сборе рыночной информации следует учитывать следующие аспекты [3]:

1. срок актуальности информации, который становится менее значимым в периоды неопределенности, и в некоторых случаях может быть сокращен до менее, чем суток. Необходимо изучать события, произошедшие в течение оцениваемых суток, так как они могут значительно изменить ценность объектов и, следовательно, их стоимость;

2. отдельные источники информации, в том числе широко признанные до начала периода высокой неопределенности, могут не содержать актуальной или достоверной информации;

3. при отсутствии данных о текущем состоянии рынка могут быть использованы информационные материалы об аналогичных кризисах сравнимой интенсивности и для других стран в сопоставимой ситуации, например, анализ динамики экономических показателей стран, подвергшихся санкциям, или исследование влияния событий 2014 года.

При реализации подходов к оценке следует учитывать следующие факторы:

1. достоверность результатов расчета стоимости значительно снижается при использовании различных подходов и методов;

2. максимальное снижение достоверности расчетов наблюдается при использовании методов доходного подхода к оценке. Иногда целесообразно обоснованно отказаться от их использования;

3. При применении доходного подхода следует обращать внимание на:

-соотношение денежного потока, ставок дисконтирования и капитализации, а также продолжительности прогнозного периода. Эти параметры должны отражать влияние неопределенности на экономические выгоды и вероятность сохранения этого влияния в будущем. Детальный анализ динамики показателей в сопоставимых условиях показывает, что после сильных изменений могут произойти как частичный или полный возврат к предыдущему уровню, так и дальнейшие изменения;

- ставку дисконтирования, которая может быть определена с учетом разницы в значениях до и во время периода высокой неопределенности, например учитывая ключевую ставку ЦБ РФ [50], ставки по депозитам, кредитам, ожидаемой доходности и инфляции;

-следует анализировать возможность применения иных методов, а не только метода дисконтирования денежных потоков.

При подборе параметрических значений для анализа из заданного диапазона необходимо учитывать, что при оценке рыночной ценности моделируется поведение типичных участников рынка [15]. Такие участники рынка, особенно в условиях высокой степени неопределенности, стремятся снизить уровень неопределенности и увеличить ликвидность активов, что часто приводит к использованию максимальных скидок при сделках и минимизации прибыли для предпринимателя.

На определенных территориях или в определенные периоды времени уровень неопределенности может быть настолько высоким, что:

- невозможно в принципе определить рыночную ценность, поскольку цена сделки может быть искажена экстраординарными обстоятельствами (согласно статье 3 Закона об оценке [15]);

- реальное определение рыночной ценности возможно только при введении значительных допущений (как предусмотрено пунктом 9 ФСО №1 [7]), которые должны быть согласованы с заказчиком оценки и зафиксированы в договоре (согласно пункту 21 ФСО №1);

- возможно определение других видов ценности, таких как инвестиционная, а также других, не указанных явно в ФСО №2 [8].

Зарубежные компании, входящие в комитет для разработки общемировых стандартов оценки недвижимости, высказывали разные позиции про оценку недвижимости.

«TEGoVA» (европейская ассоциация оценщиков - была создана путем объединения в 1977 году оценщиков европейского сообщества и ассоциированных членов из других стран Центральной и Восточной Европы в Европейскую группу оценщиков основных фондов) [59] советовала, что там, где оценщикам предписано прийти к рыночной стоимости объекта недвижимости для неустановленной цели в течение следующих нескольких недель:

1. определить последнюю дату (докризисную дату), когда, по их мнению, рыночная стоимость объекта недвижимости могла бы быть определена на основе имеющихся рыночных данных, и предложить свое мнение о стоимости объекта недвижимости на эту докризисную дату. Это позволит установить базовое значение, по которому клиент может с пользой оценить рыночную стоимость, сообщенную на соответствующую текущую дату оценки.

2. При предоставлении информации о стоимости на текущую дату оценки оценщики должны ссылаться на сопоставимые доказательства, на которые они опираются, и их корректировки в связи с кризисом. Оценщики предупреждаются о том, что в течение периода рыночной неопределенности на каком-либо конкретном локальном рынке они не должны чувствовать себя обязанными вносить коррективы, как в сторону повышения, так и понижения в докризисные рыночные данные. Оценщики должны рекомендовать, чтобы стоимость объекта недвижимости постоянно пересматривалась.

3. В таких обстоятельствах многие оценщики за рубежом включили в свои отчеты положения об отказе от ответственности, подчеркивающие неопределенный характер сообщаемых оценок.

В начале 2021 года международный комитет по стандартам оценки (англ. «IVSC», рус. «МСО») представил публикацию из одной своей серии, периодически выходящей по самым актуальным, на текущий момент, темам для международной оценочной деятельности. С учетом не прекращающейся, на протяжении двух лет, пандемии коронавируса, одной из таких тем стала оценка рыночной стоимости в условиях, когда ее определить непросто, принимая во внимание функционирующие с перебоями рынки [55].

Рынки могут оказаться под воздействием какого-либо одноразового значимого события вроде финансового кризиса или пандемии, которое, может быть, даже и не отправит рынок в нокаут (хотя в случае с пандемией так и случилось), но станет причиной качественных сдвигов, делающих неактуальными предыдущие исторические транзакции. Если сложилась такая ситуация, и подходящих для оценки данных недостаточно, следует рассмотреть возможность расширения использования других наблюдаемых цен, либо даже ненаблюдаемых вводных данных (тех данных, по которым нет рыночной информации, но которые можно примерно оценить на основе наилучшей доступной информации и предположений).

Такой вариант оценки сопряжен со неопределенностью из-за сложности с поиском адекватных подтверждений сделанным допущениям. Метод оценки может подразумевать корректировку с учетом этой неопределенности. Примером можно назвать дисконтированный денежный поток, где в одном случае используются ожидания относительно будущих денежных потоков, а в другом - фактические денежные потоки. Тот факт, что в первом случае денежные потоки основаны на ожиданиях, находит свое отражение в ставке дисконтирования.

2.2. Коэффициент потерь от недозагрузки арендных площадей как фактор неопределенности

Чтобы учесть коэффициент потерь от недозагрузки проанализируем изначально рынок торговой недвижимости с 2019 по 2022 год.

В табл. 2.1 представлен обзор рынка торговой недвижимости в период экономической неопределенности за 2022 год [38] по сравнению с доковидным 2019 годом [53], и событиями, влияющими на показатель посещаемости торговых центров.

Таблица 2.1.

Обзор рынка торговой недвижимости в период экономической неопределенности

Недели	Период оценивания (мм/гг к мм/гг)	Посещаемость торговых центров	Комментарий
1-5	01/22 к 12/19	-22%	К концу месяца заболеваемость COVID-19 ежедневно била рекорды [39]. Даже по сравнению с августом 2021 года, когда вирусологи говорили о высокой четвертой волне «коронавируса», заболевших оказалась втрое больше.
6-7	02/22 к 02/19	-18%	Две недели до начала специальной военной операции.
8-9	21/02/22 к 02/19	-16%	Наблюдалось повышение активности потенциальных потребителей, связанное с ростом цен и закрытием, либо ожиданием закрытия ряда объектов сетевого ритейла [42].
10-12	03/22 к 03/19	-23%	К концу 9 недели активность потребителей стала снижаться. Разнонаправленные тренды внутри недели привели к тому, что по ее итогу показатель пришел к своим более "обычным" значениям.
13-18	04/22 к 05/19	-28%	После быстрого снижения во второй половине марта посещаемость ТЦ в течение нескольких недель зафиксировалась на «достигнутом» уровне.
19-37	06/22 к 06/19	-24%	-
38-40	09/22-10/22 к 09/19-10/19	-30%	На фоне геополитического обострения, объявления частичной мобилизации [46], активность потенциальных потребителей снизилась.
41-43	11/22 к 11/19	-28%	Трафик торговых центров начал немного восстанавливаться после частичного спада, продиктованного решением о частичной мобилизации.
44-52	12/22 к 12/19	-27%	Маркетинговые акции и распродажи (сезонные распродажи), связанные с черной пятницей и предновогодними праздниками.

Обзор рынка торговой недвижимости за 2022 год, по сравнению с 2019 годом, выявил значительные изменения в отношении динамики спроса и предложения на данном рынке. Периодические всплески посещаемости, связанные с глобальными событиями, такими как пандемия COVID-19, геополитические конфликты и изменения экономической политики, оказывают существенное влияние на торговые центры как для арендаторов, так и для арендодателей. График посещаемости торговых центров в России представлен на рис. 2.1.

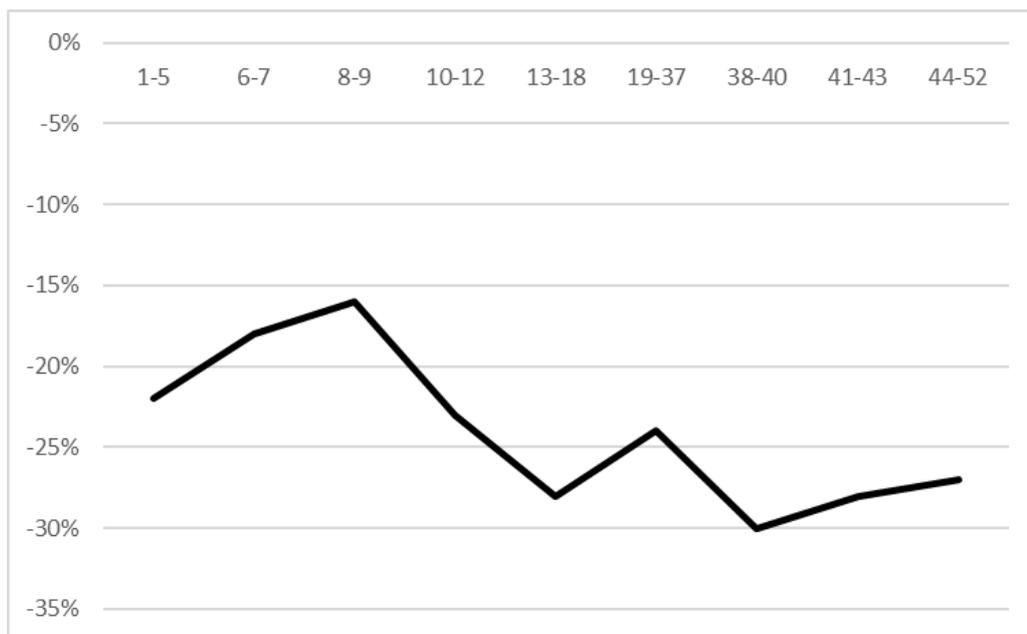


Рис. 2.1. Индекс посещаемости торговых центров в России 2022 года к 2019 году (в соответствии с табл. 2.1).

Коэффициент фактического использования арендопригодных площадей коммерческих зданий определяется как отношение фактически используемой площади к арендопригодной площади [29]. В табл. 2.2. представлен коэффициент заполнения торговых площадей в зависимости от года и причин.

Таблица 2.2.

Коэффициент фактического использования арендопригодных площадей объектов торгового назначения

Дата (мм/гг)	Коэффициент процент заполнения торговых площадей, %	Комментарий
04/2020	85	-
04/2021	85	Процент занятой площади ТЦ в г. Екатеринбург остается тем же, что и по отношению к 2020 году, обусловлен закрытием всех общественных мест в России, с сохранением торговой площади.

Дата (мм/гг)	Коэффициент процент заполнения торговых площадей, %	Комментарий
04/2022	91	В результате ослабления мер самоизоляции субъекты рынка занимали вакантные торговые площади. Восстановление потребительской активности и адаптация розничной торговли к постпандемическим условиям.
04/2023	86	Приостановление деятельности большинства именитых иностранных брендов в РФ, с частичным сохранением арендных площадей.
01/2024	88	Отечественные производители занимают освободившиеся ниши [26].

Фактическое использование арендопригодных площадей коммерческих зданий и сооружений с 2020 года по 2024 год представлен в виде графика на рис. 2.2.

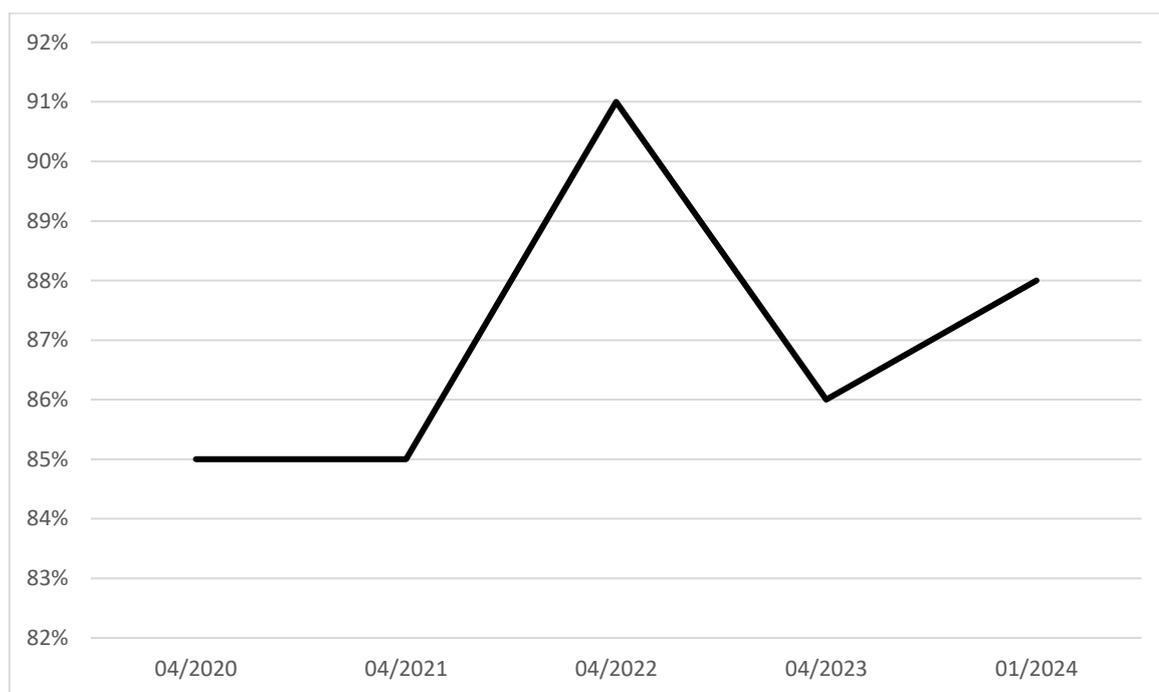


Рис. 2.2. Изменение коэффициента фактического использования с 2020 по 2024 гг.

Коэффициент потерь от недозагрузки арендных площадей – это отношение величины потерь арендных доходов от неполного использования арендопригодных площадей к потенциальному валовому доходу [29]. Также может быть рассчитан как разница между арендопригодной площадью и фактической.

Анализ динамики изменения коэффициента потерь от недозагрузки
арендных площадей

Дата (мм/гг)	Коэффициент, %
04/2020	15
04/2021	15
04/2022	9
04/2023	14
01/2024	12

Обзор рынка торговой недвижимости, приведенный в табл. 2.1, показывает, как сильно упал покупательский спрос на посещение торговых объектов из-за экономических и геополитических факторов. Следовательно, наблюдался упадок использования фактических площадей в торговых центрах. Данные причины позволяют сказать, что коэффициент недозагрузки является важным показателем при оценке в период нестабильности рынка доходной недвижимости.

2.3. Расчет ставки дисконтирования с применением модели CAPM с учетом специфических рисков, характерных для условий неопределенности

Ставка дисконтирования является ключевым показателем, который используется инвесторами для оценки доходности инвестиций, исходя из уровня риска, присущего конкретному сегменту рынка.

При оценке стоимости активов по методу доходного подхода, определение ставки дисконта является одним из важнейших этапов анализа.

Если рассматривать ставку дисконта со стороны предприятия как самостоятельного, обособленного и от акционеров, и от кредиторов, то можно определить её как стоимость привлечения предприятием капитала из различных источников. Рассматривая ставку дисконта с точки зрения предприятия как отдельной организации, можно интерпретировать ее как стоимость привлечения капитала из различных источников. Учитывая множество источников капитала, требующих различных уровней вознаграждения, а также необходимость учета временной стоимости денег и фактора риска для инвесторов, процесс расчета ставки дисконта становится более сложным и многосторонним. [40]:

В зависимости от используемой модели денежного потока применяются различные методики определения ставки дисконтирования. Для расчета денежных потоков собственного капитала используется модель CAPM, а для денежного потока всего инвестированного капитала используется ставка дисконтирования, равная величине средневзвешенной стоимости капитала (WACC).

Для дальнейшей оценки стоимости объекта недвижимости рассмотрим модель CAPM [41].

CAPM (Capital Asset Pricing Model) – модели оценки стоимости капитальных активов. CAPM выражается в процентах и рассчитывается как:

$$R_e = R_f + CRP + \beta \times (R_m - R_f) + SCRP \quad (2.1)$$

где R_f — безрисковая ставка дохода, % [27];

CRP – премия за риск инвестирования в акции, % [27];

β — коэффициент бета (является мерой систематического риска, связанного с макроэкономическими и политическими процессами, происходящими в стране), доли единицы [27];

$R_m - R_f$ – премия за риск по акциям (Equity risk premium), % [27];

SCRP – специфическая премия за риск, % [57].

Профессор Школы бизнеса Стерна при Нью-Йоркском университете, Асват Дамодаран публикует на своем сайте результаты исследований безрисковых ставок и рыночных премий за страновой риск, в том числе России.

Исследования профессора А. Дамодарана [27] с 2019 по 2023 год представлены в табл. 2.4.

Таблица 2.4.

Исследования профессора А. Дамодарана в период экономической нестабильности

Год	Премия за риск по акциям, ERP, %	Безрисковая ставка, %
2019	5,20	1,92
2020	4,72	0,93
2021	4,24	1,51
2022	5,94	3,88
2023	4,60	3,88

ERP в 4,24% в конце 2021 года не выглядит аномальным, но ожидаемая доходность акций в 5,75% (=1,51%+4,24%) не была такой низкой за 60 лет. К концу 2022 года как ERP, так и безрисковая ставка выросли, в результате чего

ожидаемая доходность выросла до 9,82%, что стало самым большим увеличением ожидаемой доходности в истории.

Подразумеваемая премия за риск по акциям – это цена, которую акции должны приносить сверх безрисковой ставки. В конце 2022 года эта премия составила 5,94%, что значительно выше исторического среднего показателя.

Специфические риски компании (SCRП), так же, как и ставка требуемой доходности на собственный капитал в целом, формируются в результате влияния различных источников рисков, или факторов, и внешних, и внутренних (или внутрифирменных).

Под внешними факторами риска подразумеваются такие, которые собственники оцениваемой компании не могут контролировать и управлять ими. Подобными источниками риска являются, например, макроэкономические условия, инвестиционный климат в экономике или отрасли компании, наличие фондов и капиталов для финансирования деятельности компаний либо отраслей и другие условия внешней среды. В свою очередь внутренние факторы риска – это те факторы, которыми собственники компании могут полностью или частично управлять и контролировать их. К таким источникам риска относятся: финансовая стабильность, деловая активность, стабильность доходов и операций и др. Их можно измерить на базе соответствующих финансовых показателей [25]. Величина премии за специфический риск, связанной с оцениваемой недвижимостью, может изменяться в пределах от 0 до 5%.

Особенностью специфической премии за риск компании является согласование выбора факторов с «пятью силами» на рынке (отрасли), влияющими на объект недвижимости [52]:

- угроза появления новых конкурентов на рынке;
- уровень покупательской способности поставщиков;
- уровень покупательской способности потребителей;
- угроза появления заменителей продуктов/услуг (оцениваемой компании) на рынке;
- уровень конкуренции на рынке.

Данная группа рисков определяет угрозы денежному потоку от аренды и

его качеству, связанные со спросом (текущих и потенциальных арендаторов) и конкуренцией в отношении данного конкретного объекта в его локации и непосредственной зоне охвата. Локальный рынок, потенциал и угрозы его развития — в области внимания при анализе данного риска.

Специфическим риском в данном случае может стать нынешняя, на момент оценки, и будущая конкуренция онлайн-платформ.

Рынок интернет-торговли активно развивался и до пандемии, однако COVID-19 резко ускорила рост электронной коммерции, что привело к увеличению конкуренции со стороны онлайн-платформ для традиционных торговых центров. Это представляет собой значительный риск для оценки торговой недвижимости, поскольку покупатели переключаются на онлайн-покупки.

По данным Data Insight [54] на 2020 год объем российского рынка интернет-торговли вырос на 57% по отношению к предыдущему году. При этом все сегменты интернет-рынка показали положительную динамику продаж, а наибольший рост по итогам 2020 года (на 172%) наблюдался у пищевых продуктов, так как из-за карантинных мер люди приспособились к покупкам онлайн в данном сегменте. Стоит отметить, что хотя рост продаж наблюдался во всех сегментах, не все онлайн-товары стали безусловными бенефициарами пандемии: часть потребителей отказалась от покупок одежды и дорогостоящей техники.

После начала СВО, и ухода иностранных брендов, возросла доля заказов из-за рубежа посредством онлайн-платформ. Все эти причины можно рассматривать как специфический риск для покупки торгового объекта недвижимости, инвестором.

Таким образом, в условиях экономической неопределенности тщательная оценка торговой недвижимости имеет решающее значение для принятия обоснованных инвестиционных решений. При расчете стоимости объекта доходной недвижимости, методом дисконтирования денежных потоков, важным составляющим фактором расчета является ставка дисконтирования. В условиях экономической неопределенности, очень важно определить ставку, которая позволит максимально корректно привести будущую стоимость доходов и расходов к текущей. Для этого нужно учитывать факторы риска вложений, и общий уровень

процентных ставок. Из вышеизложенного можно выделить специфический риск, который необходимо учесть в дальнейшем исследовании. Учет специфических рисков в процессе оценки торговой недвижимости повышает точность прогнозов дохода и стоимости. Это помогает инвесторам избегать чрезмерной оценки активов и гарантирует, что их решения соответствуют уровню риска во время экономической неопределенности. Оценщики должны тщательно изучать рыночные тенденции и анализировать влияние онлайн-торговли на рассматриваемую недвижимость, так как конкуренция со стороны онлайн-платформ, могут существенно повлиять на жизнеспособность торговых объектов.

Чтобы оценщикам предоставить более точную и реалистичную оценку стоимости торговой недвижимости во времена экономической неопределенности, при оценке торговой недвижимости следует учитывать коэффициент потерь от недозагрузки арендных площадей. Оценщики должны оценить вероятность сдачи вакантных помещений и влияние коэффициента недозагрузки на доход от аренды.

Поэтому крайне важно, чтобы оценщики учитывали эти факторы при оценке торговой недвижимости во времена экономической неопределенности. Учитывая эти риски, можно обеспечить более надежную и обоснованную оценку торговой недвижимости.

3. СРАВНИТЕЛЬНЫЙ АНАЛИЗ ЭФФЕКТИВНОСТИ ПРИМЕНЕНИЯ СУЩЕСТВУЮЩИХ ПОДХОДОВ К ОПРЕДЕЛЕНИЮ РЫНОЧНОЙ СТОИМОСТИ ОБЪЕКТОВ ДОХОДНОЙ НЕДВИЖИМОСТИ И ОСНОВНЫЕ НАПРАВЛЕНИЯ СОВЕРШЕНСТВОВАНИЯ МЕТОДОВ ИХ ОЦЕНКИ

3.1. Определение сегмента рынка

Объект исследования данной работы – торгово-развлекательный центр «Гринвич». В табл. 3.1 представлены характеристики с 1 по 5 очередь торгово-развлекательного центра «Гринвич».

Таблица 3.1.

Характеристики объекта исследования

Наименование объекта	Здание				
Назначение, фактическое использование	Торгово-развлекательный центр с офисными помещениями				
Кадастровый номер	66:41:0401035:1108	66:41:0505001:497	66:41:0401035:826	66:41:0401035:1132	66:41:0401035:1182
Адрес объекта	Свердловская область, г. Екатеринбург, ул. 8 Марта, д. 46				
Общая площадь, кв. м	27159,30	27 838,00	105 897,80	65 633,10	68 866,70
Объем, куб. м	128 708,10	131 896,00	358 993,54	454 854,00	381 340,00
Год ввода в эксплуатацию (реставрации)	2014	1972 (2017)	2009	2013	2016
Кадастровая стоимость, рублей	643 252 007,37	1 215 541 186,78	3 956 155 427,87	2 610 174 706,73	2 861 798 581,13
Количество этажей	8	5	9	7	7
Подземная этажность	0	1	2	1	3

Рассматриваемые здания расположены на земельных участках с кадастровыми номерами [45]: 66:41:0401035:45, 66:41:0401035:812, 66:41:0401035:813, 66:41:0401035:9, 66:41:0401035:827, 66:41:0401035:32, 66:41:0401035:1184. На

рис. 3.1 представлена схема расположения земельных участков на публичной кадастровой карте.

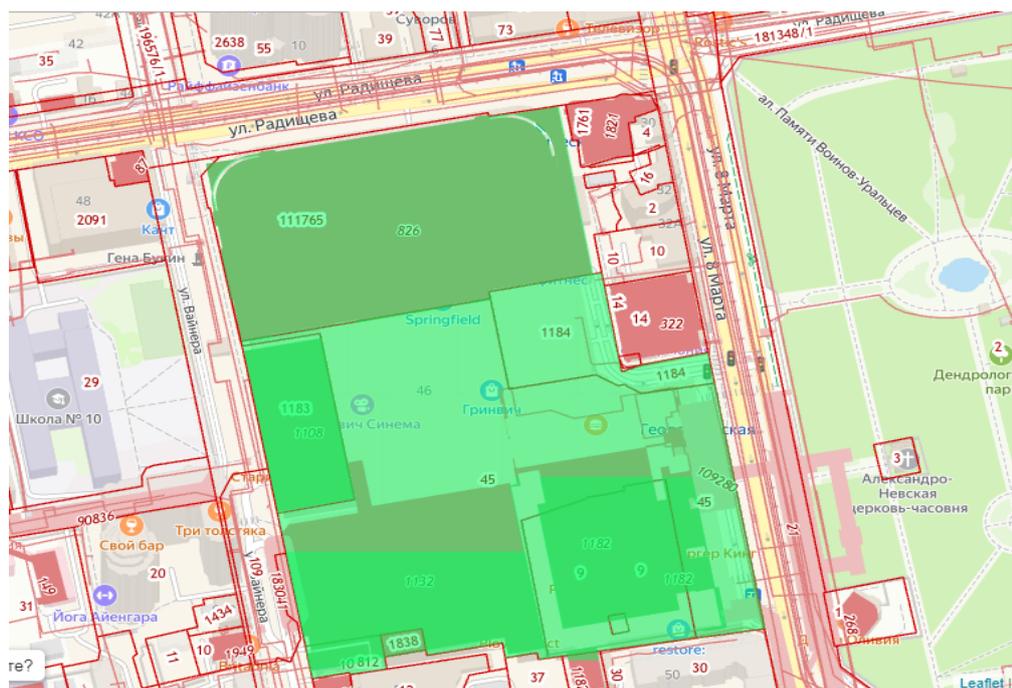


Рис. 3.1. Схема расположения земельных участков на кадастровой карте.

Торгово-развлекательная часть также включает в себя паркинг (помещения подвала (-1 уровень и -2 уровень)), общей площадью 30 016,60 кв. м.

Описание конструктивных элементов исследуемого здания приведено в табл.3.2.

Таблица 3.2.

Описание конструктивных элементов ТРЦ «Гринвич»

№ п/п	Наименование конструктивных элементов	Описание конструктивных элементов (материал, конструкция, отделка и прочее)
1	Фундаменты	Железобетонные блоки с монолитными железобетонными участками
2	Стены и их отделка	Кирпичные и газозолобетонные блоки с наружным утеплителем. Наружная отделка - навесной вентилируемый остекленный фасад из алюминиевых провильей, навесной вентилируемый фасад с отделкой композитными панелями и керамогранитом, штукатурка, окраска
3	Перегородки	Кирпичные, пазогребневые, гипсокартон, стеклянные
4	Колонны	Металлические
5	Перекрытия	
	Чердачные, междуэтажные	Железобетонные пустотные плиты
6	Крыша	Мягкая кровля с утеплителем
7	Полы	Керамогранит, керамическая плитка, ламинат, линолеум

№ п/п	Наименование конструктивных элементов	Описание конструктивных элементов (материал, конструкция, отделка и прочее)
8	Проемы	
	Проемы оконные	Двойной пластиковый стеклопакет
	Проемы дверные	Простые деревянные и филенчатые, металлические, двойной металлический стеклопакет, рольставни
9	Внутренняя отделка-стены	Обшито гипсокартоном, окраска, обои, в сан.узлах - кафельная плитка
10	Внутренняя отделка-потолки	Окраска, подвесные
11	Крыльца	Бетонное, облицовано керамогранитом
12	Лестницы	Сборные железобетонные ступени по металлическим косоурам, площадки - монолитные железобетонные, облицованы керамической плиткой
13	Балконы	Железобетонная монолитная плита, ограждение-металлическое
14	Световой фонарь	Остекление по металлическим профилям, прогонам и фермам
15	Сантехнические и электрические устройства	
	Отопление	От ТЭЦ
	Электричество	Скрытая проводка
	Водопровод, канализация	Центральный
	Горячее водоснабжение	От ТЭЦ
	Телефон	Скрытая проводка
	Сигнализация	Пожарная, охранная
	Вентиляция	Приточно-вытяжная
	Лифт	Грузовой, пассажирский

Торгово-развлекательный центр относится к классу конструктивной системы: КС-1.

Общая площадь ТРЦ «Гринвич» на 2023 год составляет 303 000 кв.м, торговая галерея – 265 000 кв.м, продуктовый гипермаркет – 9 000 кв.м, насчитывается около 300 магазинов, 3 042 парковочных места и 12 кинозалов [33].

ТРЦ «Гринвич» расположен в историческом центре г. Екатеринбурга, с развитой инфраструктурой. В районе торгово-развлекательного центра находятся четыре высших учебных заведения, гостиницы, офисы ведущих компаний, цирк, дендропарк, спортивный комплект «Юность», здания районной, городской и областной администрации. «Гринвич» находится на первой линии трех транспортных магистралей центра города – улиц 8 марта, Куйбышева, Радищева и

имеет свой собственный вход в метро, обеспечивающий связь с другими районами города. Примерно 1,5 млн человек проживают в двадцатиминутной доступности.

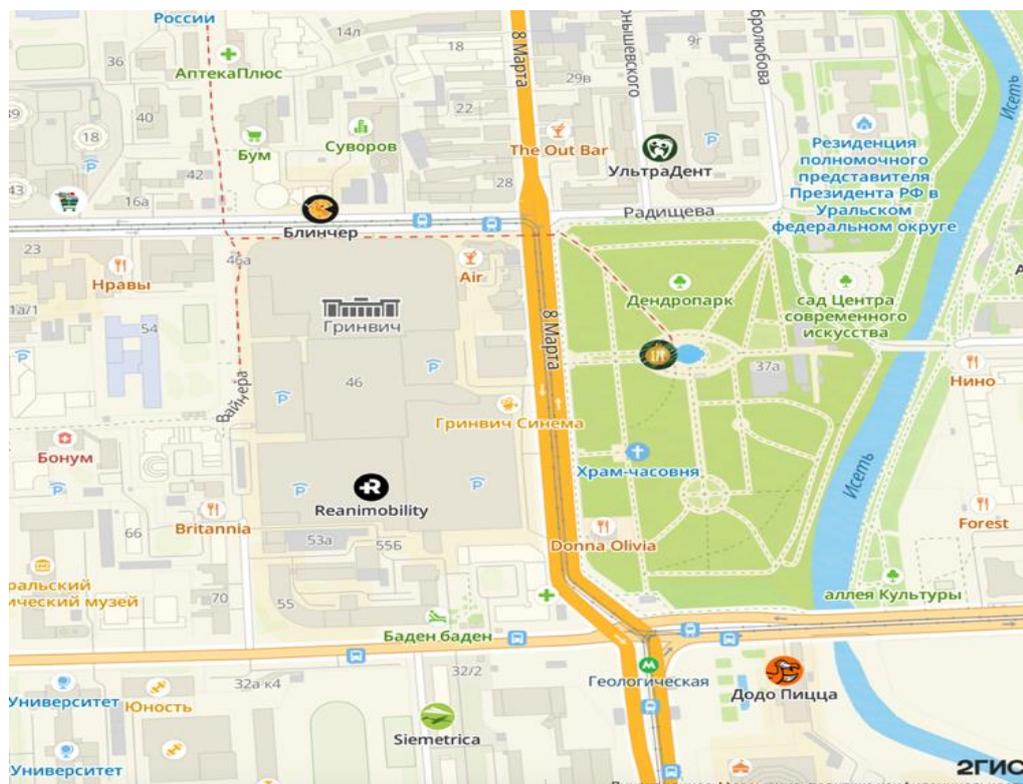


Рис. 3.2. Местоположение ТРЦ «Гринвич»

В 2009 году Российский Совет Торговых Центров [44] присвоил классификацию AAA и признал его лучшим торговым центром России.

В 2019 году на сайте «Гринвич» была опубликована статистика посещаемости: 52 000 человек в день, 1,56 млн человек в месяц, 18, 72 млн человек в год.

По данным Mall Index посещаемость в 2022 снизилась на 14%, по сравнению с 2021. А по сравнению с 2019 доковидным годом, посещаемость ТРЦ упала на 24%. По итогу августа 2022 года ТРЦ «Гринвич» в Екатеринбурге посетили порядка 1,5 млн человек – почти как в августе 2021 года (1,48 млн человек). По мнению экспертов, снижение посещаемости ТРЦ связано с уходом иностранных брендов из России [56].

3.2. Определение стоимости объекта исследования в стабильных рыночных условиях

В условиях экономической стабильности и отсутствия значительных

внешних факторов, влияющих на рынок недвижимости, стоимость объекта торгового назначения может быть определена с высокой степенью достоверности.

Статистика объектов аналогов на 2019 год приведена в табл. 3.3. Для сравнительного анализа выборка объектов-аналогов недостаточна, а также отсутствуют открытые и достоверные данные о сделках и предложениях.

Таблица 3.3.

Анализ объектов-аналогов

Объект	Общая площадь, тыс. кв. м	Объем площадей, сданных в аренду, тыс. кв. м	Этажность	Площадь парковки, тыс. кв. м	Количество парковочных мест
ТРК «Глобус»	158	120,9	3	-	2 500
МЕГА Екатеринбург	130	87	1	302	2 500

Анализируя интернет-ресурсы [28], [49] по аренде торговых помещений, с целью расчета стоимости 1 кв. м. аренды в месяц, была сведена табл. 3.4.

Таблица 3.4.

Аренда помещений в ТРЦ «Гринвич»

Объект	Площадь помещения, кв. м	Стоимость, руб./мес.	Стоимость 1 кв. м, руб./мес.
Торговое помещение	65	152 100	2 340
Торговая площадь	58	125 000	2 155
Торговая площадь	86	192 000	2 233
Торговое помещение	73	160 600	2 200
Средняя стоимость			2 232

Помимо аренды помещений, «Гринвич» получает доход с рекламных баннеров в самом торговом центре. Доход от рекламы в месяц представлен в табл. 3.5.

Таблица 3.5.

Доходы от рекламы

Место	Стоимость аренды руб./мес.	Стоимость аренды руб./год
Эскалатор N 1	150 000	1 800 000
Навигационные панели у эскалатора	60 000	720 000
Баннер над траволатором	17 000	204 000
Размещение в лифте	7 000	84 000
Распашные двери	14 000	168 000

Продолжение таблицы 3.5.

Место	Стоимость аренды руб./мес.	Стоимость аренды руб./год
Брендинг колонн	23 000	276 000
Баннер над въездом в паркинг	23 000	276 000
Баннер над въездом в паркинг	12 000	144 000
Экспонирование автомобиля	240 000	2 880 000
Баннер над въездом в паркинг	20 000	240 000
Флаг или подвесная реклама	60 000	720 000
Баннер над въездом в паркинг	17 000	204 000
Арка на въезде в ТРЦ	60 000	720 000
Баннер над траволатором	28 000	336 000
Баннер на паркинге	15 000	180 000
Эскалатор N 2	80 000	960 000

Для расчета стоимости объекта торговой недвижимости воспользуемся методом капитализации, так как согласно бухгалтерской отчетности [31], денежные потоки с 2017 года носили постоянный характер. Расходы с 2017 по 2019 гг. представлены в табл. 3.6.

Таблица 3.6.

Состав затрат на 2017-2019 гг.

Расходы	2017 (факт) тыс. руб.	2018 (факт) тыс. руб.	2019(факт) тыс. руб.
Коммунальные расходы	284 914	157 429	63 455
Заработная плата управляющего персонала и основных рабочих	43 671	49 101	60 961
Охрана	119 042	166 037	18 437
Оплата услуг сторонних организаций	66 216	85 629	66 306
Расходы на текущий ремонт	127 652	91 611	649 554
Налоги	62 099	62 756	62 401
в том числе налог на рекламу	13 961	1 564	6 741
Прочие расходы	528 394	767 289	1 043 948

Согласно формуле (1.3), для определения стоимости торговой недвижимости, необходимо рассчитать чистый операционный доход и коэффициент капитализации.

Постоянные расходы, позволяющие объекту недвижимости функционировать на соответствующем уровне, называются операционными расходами. При расчете операционных расходов построчно анализировались и прогнозировались фактические расходы за отчетный период.

При расчете ожидаемого чистого операционного дохода недвижимости автор рассчитывает следующие доходы: потенциальный валовый доход, действительный валовый доход, чистый операционный доход. Расчеты данных доходов представлен в табл. 3.7.

Выбор коэффициента капитализации является одним из ключевых моментов оценки. Коэффициент капитализации рассчитывается методом кумулятивного построения, по данному методу за основу берется безрисковая норма дохода, к которой добавляется премия за риск инвестирования в рассматриваемый сектор рынка и норма возврата на инвестированный капитал. В условиях российского рынка обычно рассчитывается по формуле (3.1):

$$R_d = r_f + r_n + r_l + r_i, \quad (3.1)$$

где r_f – безрисковая ставка дохода, согласно данным Московской биржи [37] на начало апреля 2017 года – 7,92%;

r_n – премии за риск вложения в недвижимость – 6,21%;

r_l – премии за низкую ликвидность, $r_l = r_f \cdot \frac{L}{Q} = 7,92 \cdot \frac{3}{12} = 1,98$

r_i – премии за инвестиционный менеджмент – 2,99%.

$$R_d = 7,92 + 6,21 + 1,98 + 3,99 = 19,10\%$$

Таблица 3.7.

Расчет потенциального и действительного валового дохода

Наименование показателя	2017	2018	2019
Полезная площадь, кв. м.	295 394,90	295 394,90	295 394,90
Ставка арендной платы, тыс.руб. в год	21,327	21,860	22,800
Доход с рекламы, тыс. руб. в год	9 271,00	9 503,00	9 912,00

Наименование показателя	2017	2018	2019
Прочие поступления от инвестиционных операций	1 532,00	2 370,00	1 984,00
Потенциальный валовой доход, тыс. руб.	6 310 645,13	6 469 211,18	6 746 899,72
Недозагрузка, %	5,5%	5%	5,5%
Недозагрузка, тыс. руб.	347 085,48	323 460,56	371 079,48
Действительный валовой доход, руб.	5 963 559,64	6 145 750,62	6 375 820,24
Операционные расходы, тыс.руб.	1 245 949,00	1 381 416,00	1 971 803,00
Чистый операционный доход, тыс. руб.	4 717 610,64	4 764 334,62	4 404 017,24
Коэффициент капитализации	19,10%	19,10%	19,10%
Стоимость объекта оценки, тыс. руб.	24 699 532,16	24 944 160,31	23 057 681,86

Стоимость объекта оценки недвижимости при стабильных рыночных условиях представлена на рис. 3.3.

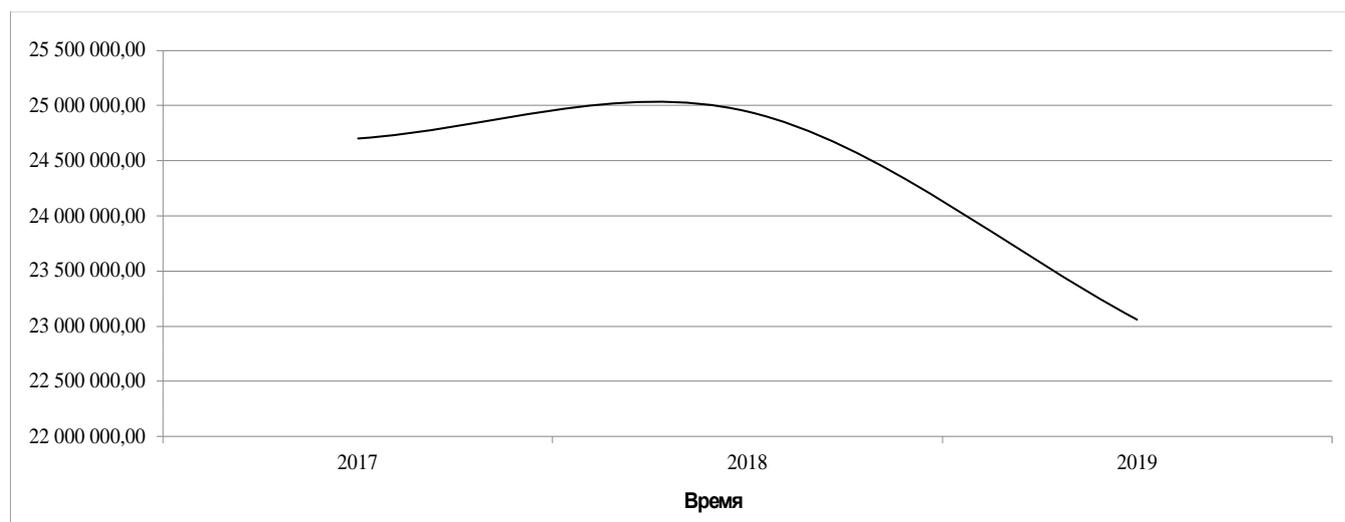


Рис. 3.3. Стоимость объекта недвижимости в экономически стабильных условиях.

Благодаря постоянным денежным поступлениям наибольшая рыночная стоимость объекта (в период стабильной экономической ситуации – 2018 год) достигает примерно 25 млрд. руб. Далее произведем расчет стоимости объекта недвижимости в условиях высокой неопределенности.

3.3. Анализ стоимости объекта исследования в условиях высокой неопределенности

При оценке рыночной стоимости торгово-развлекательного центра «Гринвич» в условиях экономической нестабильности, целесообразно применение метода дисконтирования денежных потоков. При использовании доходного подхода к оценке имущества осуществляется анализ приобретения объекта по его рыночной цене и его последующего применения в качестве долгосрочного инвестиционного проекта. Ключевым параметром успешности такого проекта для инвестора является чистый дисконтированный доход (ЧДД, Net present value, NPV).

Стандарты оценки предусматривают следующий порядок применения данного метода:

- определяются чистые доходы от использования объекта на заданный период, предшествующий дате оценки;
- прогнозируются полученные чистые доходы на будущий прогнозный период;
- проводится расчет прогнозной стоимости объекта в конце указанного промежутка времени (реверсионная стоимость);
- определение ставки дисконтирования;
- окончательная стоимость объекта определяется как сумма всех чистых доходов за прогнозный период, дисконтированных к дате оценки, и прогнозной стоимости объекта в конце этого периода.

Произведем расчет с известными значениями инфляции с 2019 года по январь 2024 года.

Длительность прогнозного периода 5 лет, ставки арендной платы рассчитываются с учетом рыночной информации о динамике основных макроэкономических показателей, данных по аренде торговых помещений, прогнозных темпов роста ставок арендной платы, поправок на недозагрузку по годам прогнозного периода и первого года постпрогнозного периода.

Основные макроэкономические показатели представлены в табл. 3.8.

Таблица 3.8.

Основные макроэкономические показатели

№ п/п	Макроэкономические предположения	2020	2021	2022	2023	2024	Источник
1	Рост ВВП, % в год	1,7	3,1	3,2	3,3	3,3	МЭРТ РФ [36]
2	Инфляция (средняя) в России, % в год	4,91	8,39	11,92	7,42	5,2	МЭРТ РФ [36]

Для прогноза роста арендных ставок за базу расчета был взят среднее – рыночный темп роста согласно Росстату [48], и представлен в табл. 3.9.

Таблица 3.9.

Прогноз роста арендной платы

Наименование	2021	2022	2023	2024
Рост ставки арендной платы, %	4,40	2,96	12,63	9,59
Примечание. Ставка на 2024 год, взята за один месяц-январь.				

Ставка арендной платы за 2020 год была взята как средняя стоимость аренды 1 кв.м. из табл. 3.4 и проиндексирована в соответствии с табл. 3.9, а также представлена в табл. 3.10.

Таблица 3.10.

Уровень арендных ставок, используемых в расчете для оцениваемых торговых помещений

Наименование	2020	2021	2022	2023	2024
Ставка арендной платы, тыс. руб./мес.	2,722	2,330	2,399	2,702	2,961
Ставка аренды рекламной конструкции, тыс. руб./год	10,4	11,27	12,62	13,55	14,26

Потери арендной платы происходят за счет неполной занятости объекта и неуплаты аренды недобросовестными арендаторами, такие потери обычно выражаются в процентах от потенциального валового дохода. Коэффициент недозагрузки и возможных потерь был принят от 9% до 15% согласно табл. 2.4. в силу известности пустующих площадей в торговых центрах в период исследования.

Расчет действительного валового дохода представлен в табл. 3.11.

Таблица 3.11.

Расчет потенциального и действительного валового дохода

Наименование показателя	2020	2021	2022	2023	2024	Пост-прогнозный период
Полезная площадь, кв. м.	295 394,90	295 394,90	295 394,90	295 394,90	295 394,90	295 394,90
Ставка арендной платы, тыс.руб. в год	26,784	27,962	28,790	32,426	35,536	35,536
Доход с рекламы, тыс. руб. в год	10 398,68	11 271,13	12 614,65	13 550,65	14 255,29	14 255,29
Прочие поступления	690 462,40	780 610,00	614 239,00	487 521,00	315 933,00	315 933,00
Потенциальный валовой доход, тыс. руб.	8 612 718,08	9 051 859,84	9 131 327,73	10 079 660,81	10 827 364,14	10 827 364,14
Недозагрузка, %	15%	15%	9%	14,00%	12%	5%
Недозагрузка, тыс. руб.	1 291 907,71	1 357 778,98	821 819,50	1 411 152,51	1 299 283,70	541 368,21
Действительный валовой доход, тыс.руб.	7 320 810,37	7 694 080,86	8 309 508,23	8 668 508,30	9 528 080,45	10 285 995,94

Расходы за 2018 -2020 гг. приведены в табл. 3.12. А прогноз операционных расходов за 2020-2024 гг. представлен в табл. 3.13.

Таблица 3.12.

Состав затрат на 2018-2020 гг.

Расходы	2018 (факт) тыс. руб.	2019(факт) тыс. руб.	2020(факт) тыс. руб.
Коммунальные расходы	157 429	63 455	38 215
Заработная плата управляющего персонала и основных рабочих	49 101	60 961	72 908
Охрана	166 037	18 437	41 880
Оплата услуг сторонних организаций	85 629	66 306	104 547

Продолжение таблицы 3.12.

Расходы	2018 (факт) тыс. руб.	2019(факт) тыс. руб.	2020(факт) тыс. руб.
Расходы на текущий ремонт	91 611	649 554	939 939
Налоги	62 756	62 401	85 719
в том числе налог на рекламу	1 564	6 741	5 985
Прочие расходы	767 289	1 043 948	1 187 242

Таблица 3.13.

Прогноз операционных и эксплуатационных расходов

Расходы	2020	2021	2022	2023	2024
Коммунальные расходы, тыс. руб.	38 215	41 421,24	46 358,65	49 798,46	52 387,98
Инфляция, %	4,91%	8,39%	11,92%	7,42%	5,20%
Зарботная плата управляющего персонала и основных рабочих, тыс. руб.	72 908	79 024,98	88 444,76	95 007,36	99 947,74
Инфляция, %	4,91%	8,39%	11,92%	7,42%	5,20%
Охрана, тыс. руб.	41 880	45 393,73	50 804,66	54 574,37	57 412,24
Инфляция, %	4,91%	8,39%	11,92%	7,42%	5,20%
Оплата услуг сторонних организаций, тыс. руб.	104 547	113 318,49	126 826,06	136 236,55	143 320,85
Инфляция, %	4,91%	8,39%	11,92%	7,42%	5,20%
Расходы на текущий ремонт, тыс. руб.	939 939	1 018 799,88	1 140 240,83	1 224 846,70	1 288 538,73
Инфляция, %	4,91%	8,39%	11,92%	7,42%	5,20%
Налоги, тыс. руб.	91 704	31 231,92	34 331,38	36 143,22	43 418,96
Прочие расходы, тыс. руб.	1 187 242	1 286 851,60	1 440 244,31	1 547 110,44	1 627 560,19
Инфляция, %	4,91%	8,39%	11,92%	7,42%	5,20%

Определим ставку дисконтирования согласно формуле (2.1). Все показатели формулы представлены в табл. 3.14.

Расчет ставки дисконтирования

Обозначение	Показатель	Величина	Обоснование
R_f	Безрисковая ставка (Risk-free rate) [27]	12,96%	Значение кривой бескупонной доходности государственных облигаций (% годовых) со сроком до погашения 5 лет, по состоянию на дату оценки
$R_m - R_f$	Премия за риск инвестирования в акции (Equity Risk Premium) [27]	3,99%	Значение показателя рассчитано для России на основе базовой ставки риска США [47] и Country Default Spreads
β	«Бета» с учетом фин. рычага	2,38	$\beta = \beta_u \times (1 + D/E \times (1 - t))$, расчет представлен в табл. 3.3.8
SCRП	Специфическая премия за риск	3,32%	Данная группа рисков определяет угрозы денежному потоку от аренды и его качеству, связанные со спросом (текущих и потенциальных арендаторов) и конкуренцией в отношении данного конкретного объекта в его локации и непосредственной зоне охвата. Согласно MSCI World Index для России на 2020 год [57].

Таким образом, расчет ставки дисконтирования осуществляется в соответствии с формулой 2.1:

$$R_e = 12,96\% + 2,38 \times 3,99\% + 3,32\% = 25,77\%$$

Расчет коэффициента «Бета» с учетом финансового рычага представлен в табл. 3.15.

Расчет коэффициента Бета

Обозначение	Показатель	Величина	Обоснование
β_u	Beta	1,08	Средневзвешенная Бета по отрасли "Real Estate (Operations & Services)" (данные на 2020 год) [27]
D/E	Debt/Equity	1,5	Market Debt to equity ratio - среднеотраслевое значение соотношения суммы долга к рыночной стоимости собственного капитала [27]
t	Ставка налогообложения	0,2	Налог на прибыль организаций [4]
β	«Бета» с учетом фин. рычага	2,38	$\beta = \beta_u \times (1 + D/E \times (1 - t))$

Расчет стоимости объекта недвижимости методом ДДП рассчитывается по формуле (3.2):

$$PV = \sum_{t=1}^n \frac{C_i}{(1+i)^t} + M \cdot \frac{1}{(1+i)^n} \quad (3.2)$$

Для оценки реверсии воспользуемся формулой Гордона (1.2). Расчет дисконтированного денежного потока, а также стоимости торгово-развлекательного центра «Гринвич» с 2020 года по 2024 год представлен в табл. 3.16.

Таблица 3.16.

Расчет рыночной стоимости объекта оценки доходным подходом

Наименование показателя	2020	2021	2022	2023	2024	Пост-прогнозный период
Действительный валовой доход, тыс. руб.	7 320 810,37	7 694 080,86	8 309 508,23	8 668 508,30	9 528 080,45	10 285 995,94
Операционные расходы, тыс. руб.	2 476 435,00	2 615 586,25	2 926 157,31	3 142 247,92	3 310 311,71	3 482 447,92
Чистый операционный доход, тыс. руб.	4 844 375,37	5 078 494,61	5 383 350,92	5 526 260,38	6 217 768,74	6 803 548,02
Чистый операционный доход до налогообложения, тыс. руб.	3 948 863,49	4 087 416,75	4 333 271,17	4 448 747,53	5 007 130,18	5 613 462,57
Ставка дисконтирования	25,77%	25,77%	25,77%	25,77%	25,77%	25,77%
Дисконтированный чистый операционный доход, тыс. руб.	3 755 314,58	3 696 556,30	3 726 820,48	3 638 602,13	3 894 573,41	4 366 182,08
Текущая стоимость реверсии, тыс.руб	16 921 680,21	16 656 911,73	16 793 284,04	16 395 766,66	17 549 189,11	19 674 287,00
Стоимость объекта оценки, тыс. руб.	19 663 536,14	19 527 255,62	20 517 295,52	19 052 407,70	20 392 721,64	22 862 153,68

В соответствии с полученными результатами, построим график дисконтированного денежного потока представлен на рис. 3.4.

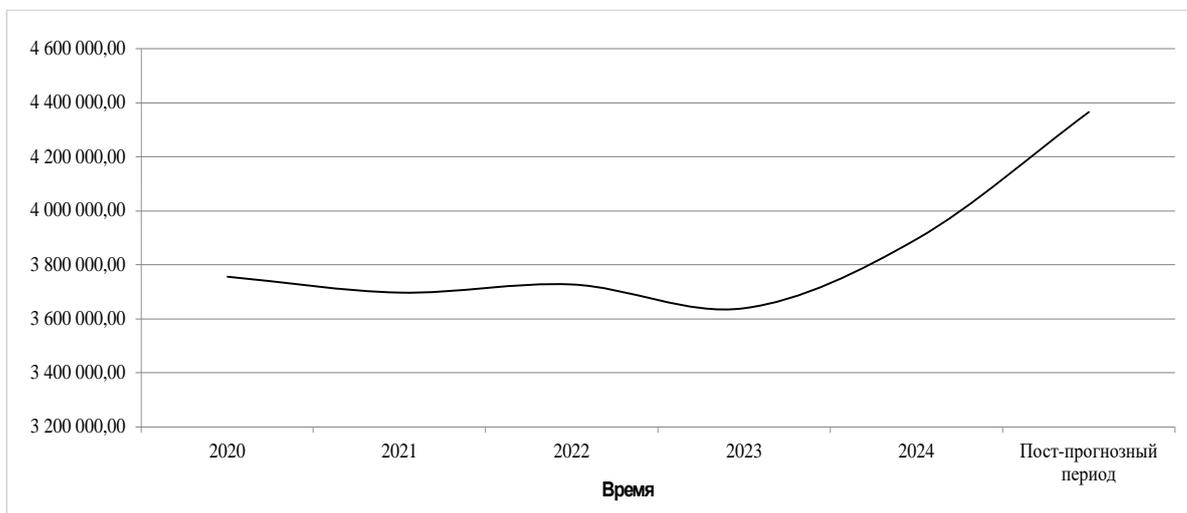


Рис. 3.4. График дисконтированного денежного потока.

Для сравнения результатов составлена табл. 3.17 с изменением стоимости 1 кв. м.

Таблица 3.17

Изменение рыночной стоимости 1 кв.м. с 2017 по 2024 года

Показатель	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Стоимость объекта недвижимости, тыс. руб.	24 699 532,16	24 944 160,31	23 057 681,86	19 663 536,14	19 527 255,62	20 517 295,52	19 052 407,70	20 392 721,64
Стоимость 1 кв. м. объекта недвижимости, руб.	83 615,30	84 443,44	78 057,14	66 566,95	66 105,59	69 457,18	64 498,09	69 035,46
Изменение стоимости по отношению к предыдущему году, %		0,98	-8,18	-17,26	-0,70	4,83	-7,69	6,57

В соответствии с табл. 3.17, и рисунками 3.3 и 3.4 построим график стоимости объекта торгового назначения в период исследования.

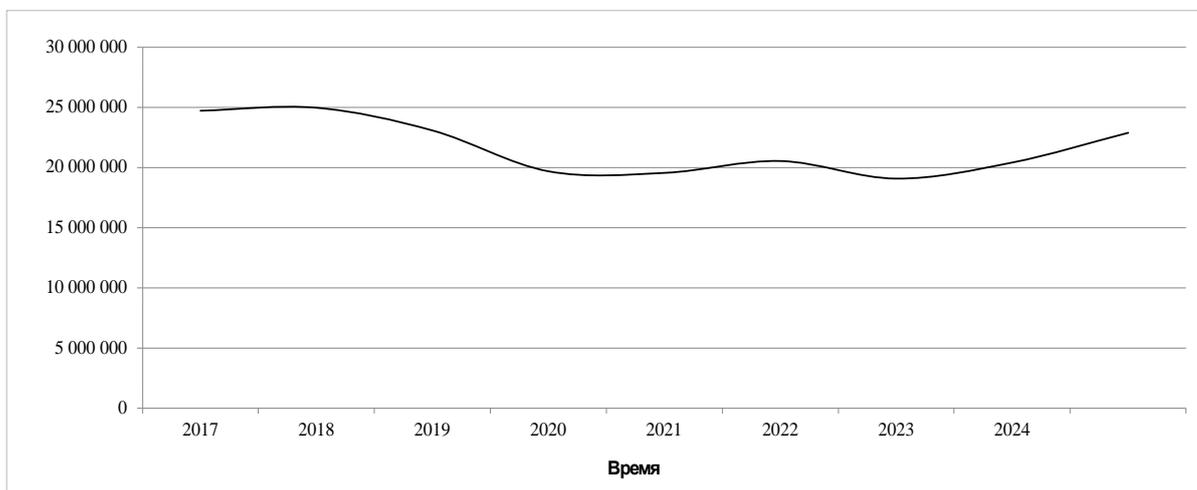


Рис. 3.5. Стоимость ТРЦ «Гринвич» с 2017 по 2024 гг.

Итак, можно отметить, что прогноз стоимости ТРЦ «Гринвич» на 5 лет, не достигнет доковидной стоимости.

Для сравнения простоты расчета и возможного учета факторов неопределенности произведем расчет затратным подходом.

Земля под торговым центром «Гринвич» находится в государственной собственности. В связи с тем, что мы рассматриваем преимущественное право аренды типичного покупателя, которое в данном случае не приобретается, а является следствием приобретения объекта недвижимости, в результате чего покупатель оформляет договор аренды земельного участка под зданием. Следовательно, стоимость оформленного права равно 0. Расходы на формирование земельного участка под оцениваемым зданием определены Региональным центром оценки и экспертизы [43]. Стоимость работ по межеванию земельного участка под зданием в среднем равна 25 000 руб., а следовательно, и стоимость права аренды земельного участка под оцениваемым зданием.

Величина полной восстановительной стоимости (ПВС) объекта торгового назначения рассчитывается по формуле (3.3) и полный расчет представлен в табл. 3.18.

$$\text{ПВС} = V \times C_{69} \times K_{69-84} \times K_{\text{ТЕР}} \times K_{84-2020}; \quad (3.3)$$

где:

V – строительный объем объекта недвижимости, куб.м.;

C_{69} – стоимость единицы измерения строительного объема в ценах 1969 года, руб.;

К69-84 – коэффициент перехода от сметных цен 1969 г. к сметным ценам 1984 г., согласно Постановления Госстроя СССР №94 от 11 мая 1983 года;

КТЕР – поправочный территориальный коэффициент для Свердловской области, установленный по отраслям народного хозяйства, отраслям промышленности и направлений в составе отраслей, согласно Постановления Госстроя СССР №94 от 11 мая 1983 года [6];

34 К84 – 2020 – поправочный коэффициент пересчета сметной стоимости строительно-монтажных работ к ценам 1984 года (Индексы сметной стоимости в строительстве по регионам Уральского федерального округа на август 2020 года) [5].

Таблица 3.18.

Расчет полной восстановительной стоимости

Элемент расчета	Величина				
	Очередь № 1	Очередь № 2	Очередь № 3	Очередь № 4	Очередь № 5
Объем, куб. м.	128 708, 10	131 896,00	358 993,54	454 854,00	381 340,00
Сборник УПВС/таблица	33/3				
Стоимость строительства 1 куб. м. здания в ценах 1969 года	23,9	23,9	23,9	23,9	23,9
Корректировка на отличия в конструктивных элемента	0,32	0,32	0,32	0,32	0,32
Коэффициент перехода от сметных цен 1969 г. к сметным ценам 1984 г.	1,18				
Поправочный территориальный коэффициент	1,01				
Поправочный коэффициент пересчета к ценам 1984 г	207,82				
ПВС, тыс. руб.	243 806,05	249 844,75	680 025,56	861 609,78	722 355,47

Для текущих условий, всем очередям соответствует 8,2% выхода материалов, получаемых от разборки зданий при их сносе (в % от восстановительной стоимости здания). Таким образом, стоимость, рассчитанная затратным подходом, для первой очереди составляет 261 116 тыс. руб., для второй – 267 584 тыс. руб., для третьей – 728 307 тыс. руб., для четвертой – 922 784 тыс. руб., для пятой – 773 643 тыс. руб.

Физический износ рассчитывался как средняя взвешенная величина физических износов конструктивных элементов объекта и представлен в табл. 3.19. Веса конструктивных элементов объекта взяты из Сборников УПВС [14].

Таблица 3.19.

Расчет средневзвешенного значения физического износа

Очередь № 1				
Конструктивный элемент	Уд. вес конструктивных элементов, %	Корректировка конструкт. элементов	Степень износа, %	Ср. взвешенное значение физ. износа, %
Фундаменты	5	0	0	0
Стены и перегородки	16	0	0	0
Перекрытия	13	0	0	0
Крыши	7	0	0	0
Конструктивный элемент	Уд. вес конструктивных элементов, %	Корректировка конструкт. элементов	Степень износа, %	Ср. взвешенное значение физ. износа, %
Полы	9	0	0	0
Проемы	9	0	0	0
Отделочные работы	10	10	20	2
Внутренние санитарно-технические и электротехнические устройства	22	22	23	5,06
Прочие работы	9	0	0	0
Итого	100	32		7,06
Очередь № 2				
Конструктивный элемент	Уд. вес конструктивных элементов, %	Корректировка конструкт. элементов	Степень износа, %	Ср. взвешенное значение физ. износа, %
Фундаменты	5	0	0	0

Продолжение таблицы 3.19.

Конструктивный элемент	Уд. вес конструктивных элементов, %	Корректировка конструкт. элементов	Степень износа, %	Ср. взвешенное значение физ. износа, %
Стены и перегородки	16	0	0	0
Перекрытия	13	0	0	0
Крыши	7	0	0	0
Полы	9	0	0	0
Проемы	9	0	0	0
Отделочные работы	10	10	16	1,6
Внутренние санитарно-технические и электротехнические устройства	22	22	18	3,96
Прочие работы	9	0	0	0
Итого	100	32	0	5,56
Очередь № 3				
Конструктивный элемент	Уд. вес конструктивных элементов, %	Корректировка конструкт. элементов	Степень износа, %	Ср. взвешенное значение физ. износа, %
Фундаменты	5	0	0	0
Стены и перегородки	16	0	0	0
Перекрытия	13	0	0	0
Крыши	7	0	0	0
Полы	9	0	0	0
Проемы	9	0	0	0
Отделочные работы	10	10	28	2,8
Внутренние санитарно-технические и электротехнические устройства	22	22	31	6,82
Прочие работы	9	0	0	0
Итого	100	32	0	9,62

Продолжение таблицы 3.19.

Очередь № 4				
Конструктивный элемент	Уд. вес конструктивных элементов, %	Корректировка конструкт. элементов	Степень износа, %	Ср. взвешенное значение физ. износа, %
Фундаменты	5	0	0	0
Стены и перегородки	16	0	0	0
Перекрытия	13	0	0	0
Крыши	7	0	0	0
Полы	9	0	0	0
Проемы	9	0	0	0
Отделочные работы	10	10	23	2,3
Внутренние санитарно-технические и электротехнические устройства	22	22	26	5,72
Прочие работы	9	0	0	0
Итого	100	32		8,02
Очередь № 5				
Конструктивный элемент	Уд. вес конструктивных элементов, %	Корректировка конструкт. элементов	Степень износа, %	Ср. взвешенное значение физ. износа, %
Фундаменты	5	0	0	0
Стены и перегородки	16	0	0	0
Перекрытия	13	0	0	0
Крыши	7	0	0	0
Полы	9	0	0	0
Проемы	9	0	0	0
Отделочные работы	10	10	16	1,6
Внутренние санитарно-технические и электротехнические устройства	22	22	19	4,18
Прочие работы	9	0	0	0
Итого	100	32		5,78

Расчет физического износа по каждой очереди представлен в табл. 3.20

Расчет физического износа

Наименование	Величина, %
Очередь №1	22,06
Очередь №2	17,38
Очередь №3	30,06
Очередь №4	25,06
Очередь №5	18,06

Оцениваемое здание представляет собой широко распространенные строительные конструкции, применяющиеся повсеместно. Факторы и данные, определяющие функциональный износ не выявлены, а значит функциональный износ равен нулю.

Для расчета внешнего (экономического) износа произведем методом капитализации арендных убытков. Коэффициент капитализации по формуле (3.1) на апрель 2020 года будет составлять 21,74%. Составные ставки и премии при расчете представлены в табл. 3.21:

Таблица 3.21.

Расчет коэффициента капитализации

Ставка/премия	Величина, %
r_f	6,77 [37]
r_n	9,28
r_l	1,7
r_i	3,99

Оцениваемый объект представляет собой торговый центр с полезной площадью 295 394,90 кв. м, находящийся в условиях неопределенности. В обычных рыночных условиях чистый операционный доход составил бы 4 764 334,62 тыс. руб. за кв. м. Однако с началом пандемии чистый операционный доход упал до 4 404 017,24 тыс. руб. за кв. м. Такое положение рынка будет сохраняться неопределенно долго. Ставка капитализации, соответствующая рыночным условиям, равна 21,74%. Поскольку ожидается, что перенасыщение будет продолжаться в течение длительного периода времени, то внешнее устаревание можно

рассчитать прямой капитализацией. Общие арендные капитализируются по ставке 21,74 %. Внешний износ всего здания равен 34,72%.

Совокупный износ определялся в соответствии с методом разбиения на виды износов и рассчитывался по формуле (1.4) и представлен в табл. 3.22:

Таблица 3.22.

Расчет совокупного износа

Наименование	Физический износ, %	Функциональный износ, %	Внешний износ, %	Совокупный износ, %
Очередь №1	22,55	0	34,72	49,12
Очередь №2	17,38	0		46,1
Очередь №3	30,06	0		54,34
Очередь №4	25,55	0		51,08
Очередь №5	18,55	0		46,51

В соответствии с таблицами 3.18 и 3.22 составим таблицу стоимость объекта исследования на 2020 год.

Таблица 3.23.

Расчет стоимости объекта исследования затратным подходом

Наименование	ПВС, тыс. руб	Совокупный износ, %	Совокупный износ, тыс. руб.	Стоимость объекта, тыс. руб
Очередь №1	261 116,28	261 116,28	49,12%	128 266,58
Очередь №2	267 583,73	267 583,73	46,06%	123 255,49
Очередь №3	728 307,37	728 307,37	54,34%	395 797,18
Очередь №4	922 784,07	922 784,07	51,08%	471 365,49
Очередь №5	773 642,70	773 642,70	46,51%	359 830,51
Земельный участок				-25
Стоимость объекта недвижимости				1 474 893,91

Стоимость объекта недвижимости равная 1 474 893,91 тыс. руб. посчитана на начало 2020 года – начало пандемии COVID-19. Спрогнозировать дальнейшее изменение стоимости достаточно трудно, по причинам, изложенным в разделе 2.1.

Таким образом, в данном исследовании стоимость объекта торгового назначения в условиях неопределенности, была рассчитана доходным подходом, поскольку можно примерно получить более ясную картину о стоимости объекта. Во время пандемии торгово-развлекательный центр приносил доход от аренды помещений, хоть и сам объект был закрыт. После наложенных санкций многие магазины были закрыты, но платили аренду, сохраняя свой товар в помещениях. При расчете доходным подходом, методом дисконтирования денежных потоков, автор спрогнозировал ДДП и стоимость торгового объекта на 5 лет. В данном подходе можно обоснованно учесть факторы неопределенности и приблизится к реальным стоимостям.

Сравнительным подходом невозможно определить стоимость торговой недвижимости в силу отсутствия на рынке достаточного количества объектов-аналогов, информации о сделках купли-продажи, а также стагнации в условиях неопределенности.

Для сравнения результатов и возможности учета факторов, использовался затратный подход. Однако данный подход нецелесообразно применять для оценки недвижимости в условиях экономической неопределенности, так отсутствует возможность корректной оценки физического износа. Затратный подход очень трудоемок из-за наличия нескольких очередей объекта торгового назначения и в ходе нашего исследования была определена рыночная стоимость только за один год – начала пандемии.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

В ходе исследования были рассмотрены теоретические и методологические основы оценки стоимости торговой недвижимости, анализ методов оценки стоимости в рамках существующих подходов, систематизирована специфика расчета стоимости торговой недвижимости в условиях стабильной и нестабильной рыночной среде. Одной из важнейших задач данной работы также является выявление критериев, способствующих применению усовершенствованной методологии. К данным критериям были отнесены: возможность прогнозирования доходов от объекта, оценка сопоставимости анализируемого объекта с рыночными аналогами и возможность расчета внешнего износа.

В рамках работы проведен обзор рынка торговой недвижимости в период экономической неопределенности, а также исследована динамика посещаемости торговых центров в России с 2019 года по 2022 год. В ходе чего были выявлены ключевые характеристики и обоснованность их возможного учета при оценке доходной недвижимости в дальнейшем исследовании. В доходном подходе это:

- коэффициент потерь от недозагрузки арендных площадей – важнейший показатель, который необходимо учитывать из-за спада использования фактических площадей в объектах торгового назначения;
- ставка дисконтирования с учетом специфических рисков, обусловленных конкуренцией со стороны онлайн-торговлей. В затратном подходе важнейшими факторами являются внешнее устаревание объекта и увеличение прямых затрат. А для сравнительного подхода характерны такие показатели как валовый рентный мультипликатор и коэффициент капитализации.

В работе проведен анализ объекта исследования – торгово-развлекательного центра «Гринвич» в городе Екатеринбург, а также определена стоимость объекта в условиях стабильного рынка доходной недвижимости доходным подходом, методом капитализации и в условиях неопределенности, доходным подходом, методом дисконтирования денежных потоков и для сравнения подходов

произведен расчет затратным подходом на начало пандемии COVID-19. Результаты изменения стоимости 1 кв. м. представлены графически.

Результаты исследования позволяют утверждать, что учет ключевых факторов при оценке стоимости объектов торгового назначения в условиях высокой неопределенности необходим и представляют собой значимый вклад в развитие теории оценки недвижимости. А также данный результат может быть использована в практике оценки не только торговой недвижимости. Кроме того, полученные результаты позволяют сделать вывод о необходимости дальнейших исследований по уточнению и дальнейшему развитию предложенных подходов к оценке стоимости объектов торгового назначения в условиях неопределенности, а также их практическому применению для повышения эффективности инвестиционных решений в сфере недвижимости.

В заключение данной работы можно подытожить, что поставленные задачи были выполнены, также была реализована цель исследования.

Наличие существующей литературы и научных материалов, позволяет продолжить совершенствование методологии относительно оценки торговой недвижимости в условиях экономической неопределенности, так как даже за четыре года исследований другими авторами все еще существует большой объем неизученного материала, требующий доработок и улучшений.

БИБЛИОГРАФИЧЕСКИЙ СПИСОК

Нормативные материалы

1. Гражданский кодекс Российской Федерации (часть первая) от 30.11.1994 N 51-ФЗ;
2. Методические разъяснения по определению стоимости в период пандемии COVID-19 от 30.03.2020 №МР-1/20 с изменениями от 12.05.2020;
3. Методические разъяснения по проверке достоверности информации №МР-3/19 от 29.10.2019;
4. Налоговый кодекс Российской Федерации (часть вторая) от 05.08.2000 N 117-ФЗ;
5. Письмо Минстроя России №32582-ИФ/09 от 19.08.2020 «Индексы изменения сметной стоимости строительно-монтажных и пусконаладочных работ по объектам строительства, определяемых с применением федеральных и территориальных единичных расценок, на III квартал 2020 года»;
6. Постановление Госстроя СССР №94 от 11.05.1983 «Об утверждении индексов изменения сметной стоимости строительно-монтажных работ и территориальных коэффициентов к ним для пересчета сводных сметных расчетов строек»;
7. Приказ Минэкономразвития России от 14.04.2022 № 200 «Об утверждении Федерального стандарта оценки «Структура федеральных стандартов оценки и основные понятия, используемые в федеральных стандартах оценки (ФСО I)»;
8. Приказ Минэкономразвития России от 14.04.2022 № 200 «Об утверждении Федерального стандарта оценки «Виды стоимости (ФСО II)»;
9. Приказ Минэкономразвития России от 14.04.2022 № 200 «Об утверждении Федерального стандарта оценки «Процесс оценки (ФСО III)»;
10. Приказ Минэкономразвития России от 14.04.2022 № 200 «Об утверждении Федерального стандарта оценки «Задание на оценку (ФСО IV)»;
11. Приказ Минэкономразвития России от 14.04.2022 № 200 «Об утверждении Федерального стандарта оценки «Подходы и методы оценки (ФСО V)»;

12. Приказ Минэкономразвития России от 14.04.2022 № 200 «Об утверждении Федерального стандарта оценки «Отчет об оценке (ФСО VI)»;
13. Приказ Минэкономразвития России от 14.04.2022 № 200 «Об утверждении Федерального стандарта оценки «Оценка недвижимости (ФСО VII)»;
14. Сборники укрупненных показателей восстановительной стоимости зданий и сооружений. Сборник №33;
15. Федеральный закон «Об оценочной деятельности в РФ» № 135-ФЗ от 29.07.98 г.;

Научные, технические и учебно-методические издания

16. Анализ инновационной деятельности высших учебных заведений России. / Гребенюк И. И., Голубцов Н. В., Кожин В. А., Чехов К. О., Чехова С. Э., Фёдоров О. В. // Электронный научно-методический журнал Академия естествознания. – 2012;
17. Волатильность рынка недвижимости и проблемы определения базы налогообложения. / И.А. Лукьянова. // Электронный научно-методический журнал Экономика и жизнь. – 2022. –№476. – с. 231 -239.
18. Понятия риска и неопределенности / Найт Ф. // THESIS: риск, неопределенность, случайность, 1994.– №5.– с.26;
19. Оценка коммерческой недвижимости: учебное пособие / О. В. Мезенцева. Екатеринбург: УрФУ, 2011. 115 с;
20. Оценка недвижимости: учебное издание / А.Г. Грязнова, М.А. Федотова – Финансы и статистика, 2007. – с. 560;
21. Оценка объектов недвижимости: учебник / А.А. Варламов, С.И. Комаров; под общ. ред. А.А. Варламова — 2017 г.;
22. Оценка рыночной стоимости единого объекта недвижимости / Воробьева И.В., Юсова Ю.С., Филиппова Т.А. // Электронный научно-методический журнал Омского ГАУ. - 2019. - №1 (16) январь - март.
23. Оценка стоимости имущества: Учебник / под ред. И. В. Косоруковой, авт. Н.В. Мирзоян, О.М. Ванданимаева, Н.Н. Ивлиева и др. — 2017 г.

24. Нетрадиционная версия метода ДДП для оценки недвижимости в условиях неопределенности. / Смоляк С.А., Аркин В.И., Слостников А.Д. // Экономическая наука современной России. – 2017. – с.87-105. – ЭНСР № 3 (78) 2017;

25. Факторы специфических рисков компаний при оценке премий премии за эти риски на развивающихся рынках. / А.А. Шепелева. // Финансы и кредит. – 2016. – с. 41-53;

26. Экономика и жизнь. / Е.А. Скопинцева // Экономика и жизнь. – №44 (10010). – 2023.

Ресурсы сети интернет

27. Сайт А. Дамодаран [Электронный ресурс]. – URL: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/> (дата обращения 08.03.2024);

28. Сайт Авито [Электронный ресурс]. – URL: <https://www.avito.ru/ekaterinburg/nedvizhimost> (дата обращения 16.09.2023);

29. Сайт Ассоциация развития рынка недвижимости СтатРиелт [Электронный ресурс]. – URL: <https://www.statrielt.ru> (дата обращения 20.04.2024);

30. Сайт База недвижимости России. Restate. [Электронный ресурс] – Режим доступа – URL: <https://www.restate.ru> (дата обращения 16.09.2023);

31. Сайт Бухгалтерской финансовой отчетности, БФО [Электронный ресурс]. – URL: <https://bo.nalog.ru/> (дата обращения 16.09.2023);

32. Сайт Всемирной организации здравоохранения, ВОЗ [Электронный ресурс]. – URL: <https://www.who.int/ru> (дата обращения 30.09.2022);

33. Сайт Гринвич [Электронный ресурс]. – URL: <https://grinvich.com/> (дата обращения 30.09.2023);

34. Сайт Единый ресурс застройщиков [Электронный ресурс]. – URL: <https://erzrf.ru/news/rosstat-za-god-stroitelnyye-materialy-podorozhali-pochti-na-tret> (дата обращения 16.04.2024);

35. Сайт Международный валютный фонд, IMF, International Monetary Fund [Электронный ресурс]. – URL: <https://www.imf.org/ru> (дата обращения 15.05.2023);

36. Сайт Министерства экономического развития Российской Федерации [Электронный ресурс]. – URL: <https://economy.gov.ru/> (дата обращения 08.10.2023);

37. Сайт Московской биржи [Электронный ресурс]. – URL: <https://www.moex.com/> (дата обращения 16.04.2024);

38. Сайт Обзор влияния Covid-19 на рынок недвижимости. [Электронный ресурс] – Режим доступа – URL: <https://valrus.com/info/articles/covid-19-i-rynok-nedvizhimosti/> (дата обращения 20.11.2023);

39. Сайт Оперативный штаб по предупреждению завоза и распространения новой коронавирусной инфекции на территории Российской Федерации [Электронный ресурс]. – URL: (дата обращения 20.11.2023);

40. Сайт Оценка бизнеса [Электронный ресурс]. – URL: https://ozenka-biznesa.narod.ru/Main/bsn_51.htm (дата обращения 20.05.2023);

41. Сайт Оценщик.ру [Электронный ресурс]. – URL: <https://www.ocenchik.ru/method/business/5091/> (дата обращения 08.03.2024);

42. Сайт РБК [Электронный ресурс]. – URL: <https://www.rbc.ru> (дата обращения 20.11.2023);

43. Сайт Региональный центр оценки и экспертизы [Электронный ресурс]. – URL: <https://proregionocenka.ru/> / (дата обращения 27.05.2024);

44. Сайт Российский совет торговых центров [Электронный ресурс] – Режим доступа – URL: <https://rcsc.pro> (дата обращения 16.09.2023);

45. Сайт Росреестр, публичная кадастровая карта [Электронный ресурс]. – URL: <https://pkk.rosreestr.ru> (дата обращения 16.09.2023);

46. Сайт ТАСС [Электронный ресурс]. – URL: <https://tass.ru/info/16189987> (дата обращения 20.11.2023);

47. Сайт Федеральная резервная служба [Электронный ресурс]. – URL: <https://www.federalreserve.gov/> (дата обращения 10.05.2024);

48. Сайт Федеральная служба государственной статистики карта [Электронный ресурс]. – URL: <https://rosstat.gov.ru/> (дата обращения 03.02.2024);

49. Сайт Циан [Электронный ресурс]. – URL: <https://ekb.cian.ru/> (дата обращения 16.09.2023);

50. Сайт Центральный банк Российской Федерации [Электронный ресурс]. – URL: ЦБ РФ, https://www.cbr.ru/hd_base/zcysc_params/ (дата обращения 03.02.2024);
51. Сайт Экспертный совет. [Электронный ресурс] – Режим доступа – URL: <https://srosovnet.ru/Metod/MR1-22/> (дата обращения 27.05.2024);
52. Сайт Artsdelka [Электронный ресурс] – Режим доступа – URL: <https://artsdelka.ru/pyat-sil-portera> (дата обращения 10.05.2024);
53. Сайт COVID-19. Forbs. [Электронный ресурс] – Режим доступа – URL: <https://www.forbes.ru/biznes/483320-kuda-propal-koronavirus-kak-svinoj-gripp-pobedil-covid-19> (дата обращения 20.11.2023);
54. Сайт Data Insight [Электронный ресурс]. – URL: <https://datainsight.ru/> (дата обращения 08.06.2023);
55. Сайт International Valuation Standards Council, IVSC [Электронный ресурс]. – URL: <https://www.ivsc.org/> (дата обращения 15.05.2023);
56. Сайт Focus Mall Index [Электронный ресурс]. – URL: <https://focus.bi/mall-index/> (дата обращения 09.11.2023);
57. Сайт MCSI [Электронный ресурс]. – URL: <https://www.msci.com/zh/search?keywords=+Specific+Risk> (дата обращения 10.05.2024);
58. Сайт Nestin Property, Риски при инвестировании в недвижимость [Электронный ресурс]. – URL: https://nestin-property.ru/blog_single/riski-pri-investirovani-v-nedvizimost (дата обращения 16.05.2024);
59. Сайт TEGoVA [Электронный ресурс]. – URL: <https://tegovalog.org/> (дата обращения 16.09.2023);
60. Сайт The Australian Property Institute, API [Электронный ресурс]. – URL: <https://www.api.org.au/> (дата обращения 15.05.2023);