

СТАВКИ КАПИТАЛИЗАЦИИ КОММЕРЧЕСКОЙ НЕДВИЖИМОСТИ МОСКВЫ НА 1 КВАРТАЛ 2022 ГОДА

*СЛУЦКИЙ А.А., к.т.н.,
Заместитель председателя комитета
по научным и методологическим вопросам
в оценочной деятельности
Союза Саморегулируемых Организаций Оценщиков*

Введение

Текущая ситуация в оценке рыночной стоимости коммерческой недвижимости характеризуется очень высокой неопределённостью рыночной информации, в частности, затрудняющей рыночную экстракцию ставок капитализации.

Связано это с существенными различиями в поведении участников рынка, часть из которых снижает запрашиваемые ставки аренды (в том числе и существенно), в то время как вторая часть держит их на новогоднем уровне; часть участников рынка снижает цены предложения на продажу, а вторая часть нет.

Ещё сложнее обстоит дело с теми объектами, которые лучше всего подходят для экстракции ставки капитализации, а именно, одновременно сдаются в аренду и выставлены на продажу. Здесь могут иметь место две разные линии поведения, которые приводят к тому, что интервалы наблюдаемых ставок капитализации продавцов могут быть очень широки – соотношение максимуму к минимуму может достигать 10 раз.

В связи с этим рыночная экстракция, которая в прошлом году всегда успешно решала вопрос эндогенных ставок капитализации *in situ* (на месте оценки), в настоящее время срabатывает не всегда, поскольку приводит к парадоксальным, недостоверным значениям.

Ситуация усугубляется прекращением деятельности международных консалтинговых компаний, регулярно публиковавших данные по ставкам капитализации коммерческой недвижимости, по крайней мере, в Москве и Санкт – Петербурге.

Выключенным из употребления оказался и универсальный метод определения экзогенных ставок капитализации – техника группы инвестиций, поскольку в связи с резким увеличением ключевой ставки ЦБ РФ кредитная ставка резко возросла до неприемлемых для рынка значений (по имеющейся информации - 22 – 25% годовых), что привело к полной остановке процесса кредитования и повальной реструктуризации существующей задолженности. В результате, значения ставок кредитования, формально имеющие место на рынке, никакую рыночную картину не отражают.

В данной работе мы определяем ставки капитализации в трёх секторах рынка коммерческой недвижимости на основании анализа ретроспективной информации в сочетании с анализом доступной информации о ставках доходности финансового рынка, что позволяет с использованием рыночных данных в настоящее время решить вопрос определения ставок капитализации, не прибегая к экстракции.

Источники информации

В исследовании были использованы следующие источники информации:

1. данные о ретроспективной динамике ставок капитализации премиальной офисной, торговой и складской недвижимости за 2006 – 2021 г.г. компании Knight Frank ¹;
 2. данные о ретроспективной динамике бескупонной доходности 10-ти летних ОФЗ за 2006 – 2021 г.г., которую мы в соответствии с мировой практикой считаем безрисковой доходностью, приведённые в том же источнике, а также на официальном сайте ЦБ РФ ²;
 3. данные о ретроспективной динамике средневзвешенных ставок кредитования предприятий нефинансового сектора на срок более 3 -х лет за 2010 – 2022 г.г., приведённые на официальном сайте ЦБ РФ ³.
- Исходные данные, использованные для анализа, приведены в Табл. 1.

Таблица 1. Данные, использованные для анализа.

	Бескупонная доходность 10-ти летних ОФЗ	Ставка кредитования нефинансовых организаций на срок свыше 3-х лет	Ставки капитализации		
			офисы	торговые центры	склады
% годовых, на конец года					
2006	6,47		10,25	10,00	11,00
2007	6,27		8,00	9,00	10,00
2008	9,49		12,00	13,00	14,00
2009	8,00		11,50	12,00	13,50
2010	7,44	12,60	10,50	10,50	12,50
2011	8,50	10,80	9,00	9,50	12,00
2012	6,86	10,80	9,25	9,50	11,50
2013	7,71	9,30	9,25	9,50	11,00
2014	14,09	12,15	10,00	10,50	12,50
2015	9,74	12,07	10,50	10,75	12,50
2016	8,38	12,11	10,00	10,50	12,00
2017	7,59	9,26	9,50	9,75	11,50
2018	8,73	8,63	9,75	10,00	11,75
2019	6,23	7,94	9,50	10,00	11,50
2020	5,91	6,48	9,50	10,24	10,50
2021	7,18	8,41	9,50 *)	10,25 *)	11,38 *)

*) Первое полугодие. Данные на конец 2021 года не доступны

Анализ кривой бескупонной доходности ОФЗ

¹ Knight Frank (2021), Рынок инвестиций. 1 полугодие 2021, <https://content.knightfrank.com/research/599/documents/ru/rynok-investitsiy-rossiya-1-polugodie-2021-8611.pdf>

² ЦБ РФ (2022), Значения кривой бескупонной доходности государственных облигаций, https://cbr.ru/hd_base/zycs_params/

³ ЦБ РФ (2022), Процентные ставки по кредитам и депозитам и структура кредитов и депозитов по срочности, https://cbr.ru/statistics/bank_sector/int_rat/

Главной особенностью текущей ситуации, приведшей к отсутствию понимания величин текущей доходности объектов недвижимости, является высокая ключевая ставка ЦБ РФ – 20% годовых, установленная с 11.03.2022 г., причём повышение ключевой ставки произошло более, чем в 2 раза (с 9,5% годовых).

Объясняется это следующими причинами:

- как правило эту ставку воспринимают в качестве ориентира безрисковой ставки;
- в соответствии со сложившейся практикой именно к этой ставке привязываются ставки кредитования, устанавливаемые по принципу «ключевая ставка + 2 – 3% годовых».

Однако, здесь не всё так просто, и такое восприятие может отражать только нормальную, не кризисную ситуацию на финансовом рынке.

В случае же наступления кризисных явлений автоматически применять «нормальные» представления нельзя, поскольку в этот период нормальные представления о текущей доходности финансовых инструментов изменяются практически до наоборот.

Проследить этот процесс можно на кривой бескупонной доходности ОФЗ с разными сроками до погашения.

Две такие кривые – на 28.03.2022 (на дату написания данной статьи) и на 28.03.2021 (год назад) – а также их изменение за год показаны ниже на Рис. 1.

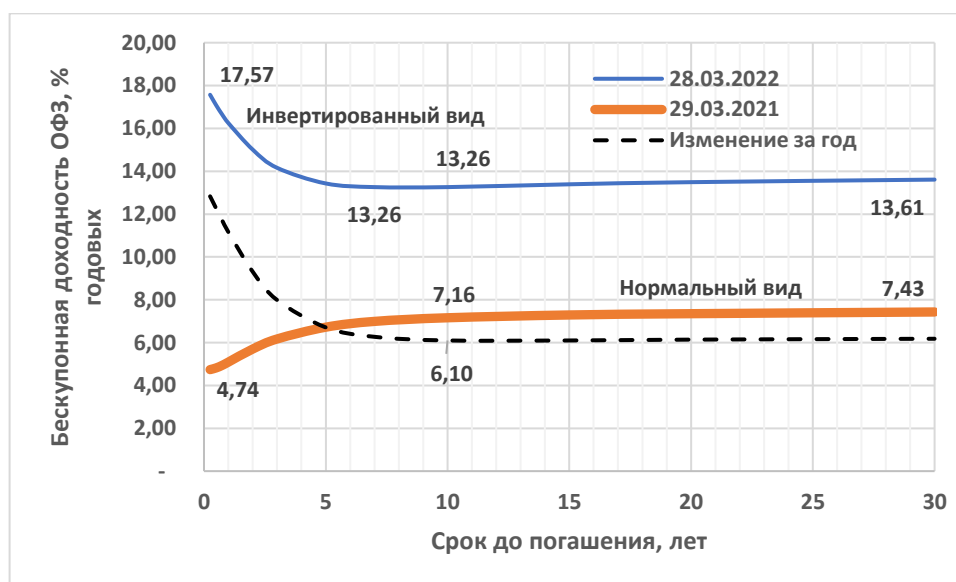


Рисунок 1. Кривые бескупонной доходности ОФЗ на 28.03.2021 и 28.03.2022, а также их изменение за год

Как видно из графика, за год форма кривой кардинально изменилась.

1. Год назад кривая доходности имела нормальный вид, при котором доходность увеличивается с ростом срока до погашения облигаций во всём интервале сроков – от 4,74% годовых при сроке до погашения 0,25 года до 7,43% годовых при сроке до погашения 30 лет. При этом краткосрочная доходность отражает рыночную оценку краткосрочной «чистой», монетарной инфляции, которая и служит ориентиром для установления ключевой ставки ЦБ РФ, которая устанавливается немного выше наблюдаемых на рынке значений.
2. В настоящее время кривая доходности приняла редкий инвертированный вид. По определению, инвертированная (обратная) кривая доходности (англ. inverted

yield curve) - рыночная ситуация, при которой процентные ставки по долгосрочным долговым инструментам более низкие, чем по краткосрочным долговым инструментам с аналогичными кредитными рейтингами. При этом краткосрочная доходность, которая по-прежнему служит ориентиром для ключевой ставки ЦБ РФ резко выросла до 17,57% годовых. Далее, с ростом срока до погашения в 7 лет она снижается до минимума в 13,26%, а затем ситуация нормализуется и начинает наблюдаться нормальный рост доходности вплоть до 13,61% годовых при сроке до погашения в 30 лет, темп которого по величине соответствует докризисным значениям.

Таким образом, срок в 7 лет может рассматриваться в качестве текущей рыночной оценки продолжительности срока до нормализации рыночной ситуации. Однако, надо особо оговориться, что это именно текущая оценка рынком указанного срока, которая по мере поступления новой информации может изменяться.

Тем не менее, по нашему мнению, наблюдаемая картина свидетельствует о том, что в настоящее время ключевая ставка ЦБ РФ никак не может служить ориентиром:

1. для определения безрисковой ставки, что, на самом деле противоречит принятой мировой практике, при которой за безрисковую ставку, как правило, принимают доходность 10-ти летних государственных облигаций (срок в 10 лет здесь представляется некоторым конвенциональным компромиссом, обоснованным рыночной практикой), в то время как ключевая ставка может быть и нулевой, и отрицательной;
2. для определения ставок долгосрочного – в данный момент на срок более 7 лет – кредитования.

Данные особенности позволяют несколько смягчить восприятие текущей кризисной рыночной картины и приступить к спокойному анализу.

Далее мы приводим три метода определения текущих ставок капитализации для премиальной коммерческой недвижимости гор. Москвы, основанные на анализе текущих и ретроспективных рыночных тенденций.

Определение текущих ставок капитализации через изменение безрисковой ставки

Наиболее просто изменение ставок капитализации можно оценить через изменение безрисковой ставки, за которую принимается доходность 10-ти летних ОФЗ.

Эти оценки показаны ниже в Таблице 2.

Таблица 2. Оценка ставок капитализации премиальных объектов коммерческой недвижимости в гор. Москва на конец 1-го квартала 2022 года

	% годовых		
	Офисы	Торговые центры	Склады
Ставка капитализации на 1 полугодие 2021 г.	9,5	10,3	11,4
Бескупонная доходность 10-ти летних ОФЗ на конец 1 полугодия 2021 г.	7,2	7,2	7,2
Бескупонная доходность 10-ти летних ОФЗ на конец 1 квартала 2022 г.	13,26	13,26	13,26
Изменение безрисковой ставки	6,06	6,06	6,06
Ставка капитализации на 1 квартал 2022 г.	15,6	16,4	17,5

Тем не менее, полученные оценки следует считать исключительно оценками сверху, поскольку они получены в предположении о том, что при увеличении безрисковой ставки величина премии за совокупный риск инвестирования, понимаемой, как разность ставки капитализации и безрисковой ставки, остаётся постоянной, в то время как это, скорее всего, не так, поскольку с ростом безрисковой ставки премия за риск обычно снижается.

В качестве доказательства приведём данные многолетних исследований доходности в разных отраслях европейского бизнеса компании KPMG Germany.

На Рис. 2 ниже показана корреляция безрисковой ставки и премии за риск, воспринимаемых участниками рынка, полученная автором по данным компании KPMG Germany ⁴.



Рисунок 2. Корреляция безрисковой ставки и премии за риск, воспринимаемых участниками европейского рынка

Как видно из Рис. 2 следует, что если экстраполировать европейские данные на российскую «почву», т.е. на российские величины безрисковых ставок, то величина премии за риск может стать и нулевой, и даже отрицательной. А это подтверждает ранее высказанное утверждение о завышенном характере величин ставок капитализации, полученных в Табл. 1, и даёт основания для более углублённых исследований, результаты которых представлены далее.

Определение текущих ставок капитализации через корреляцию премии за совокупный риск инвестирования в недвижимость

Оценку текущих ставок капитализации можно произвести на основании ретроспективных исследований динамики совместного изменения безрисковой доходности (бескупонной доходности 10-ти летних ОФЗ) и ставок капитализации премиальной коммерческой недвижимости в гор. Москва.

⁴ KPMG Germany (2021), Cost of Capital Study 2020. <https://home.kpmg/de/en/home/insights/2020/10/cost-of-capital-study-2020.html>

При этом мы учитываем ранее полученные в ⁵ результаты, свидетельствующие о том, что непосредственные корреляции этих параметров довольно слабы и, хотя и позволяют делать некоторые качественные выводы, но для целей определения количественных параметров они не годятся. Поэтому далее мы приводим корреляции не непосредственно ставок капитализации и безрисковой доходности, а именно премий за совокупный риск и безрисковой доходности, которые после некоторой «очистки» оказываются вполне определёнными и позволяющими получить результаты, обладающие признаками достоверности. Значения премии за риск инвестирования в недвижимость и кредитного спреда (см. далее), определённые по данным Табл. 1 приведены в Табл. 3.

Таблица 3. Результаты расчёта премии за риск инвестирования в недвижимость и кредитного спреда.

	Премия за риск инвестирования в недвижимость, % годовых			Спрэд между ставкой капитализации и ставкой кредитования, % годовых		
	офисы	торговые центры	склады	офисы	торговые центры	склады
2006	3,78%	3,53%	4,53%			
2007	1,73%	2,73%	3,73%			
2008	2,51%	3,51%	4,51%			
2009	3,50%	4,00%	5,50%			
2010	3,06%	3,06%	5,06%	-2,10%	-2,10%	-0,10%
2011	0,50%	1,00%	3,50%	-1,80%	-1,30%	1,20%
2012	2,39%	2,64%	4,64%	-1,55%	-1,30%	0,70%
2013	1,54%	1,79%	3,29%	-0,05%	0,20%	1,70%
2014	-4,09%	-3,59%	-1,59%	-2,15%	-1,65%	0,35%
2015	0,76%	1,01%	2,76%	-1,57%	-1,32%	0,43%
2016	1,62%	2,12%	3,62%	-2,11%	-1,61%	-0,11%
2017	1,91%	2,16%	3,91%	0,24%	0,49%	2,24%
2018	1,02%	1,27%	3,02%	1,12%	1,37%	3,12%
2019	3,27%	3,77%	5,27%	1,56%	2,06%	3,56%
2020	3,59%	4,33%	4,59%	3,02%	3,76%	4,02%
2021	2,32%	3,07%	4,20%	1,09%	1,84%	2,97%

Корреляции премий за риск инвестирования в недвижимость для трёх сегментов коммерческой недвижимости гор. Москвы и бескупонной доходности 10-ти летних ОФЗ (безрисковая ставка) показаны ниже на Рис. 3 – 5.

⁵ Слуцкий А.А. (2020), О чём шепчут ставки? 1. Россия — не Европа, 24.02.2020, <http://tmpo.ru/sluckij-a-a-o-chyom-shepchut-stavki-1-rossiya-ne-evropa/>

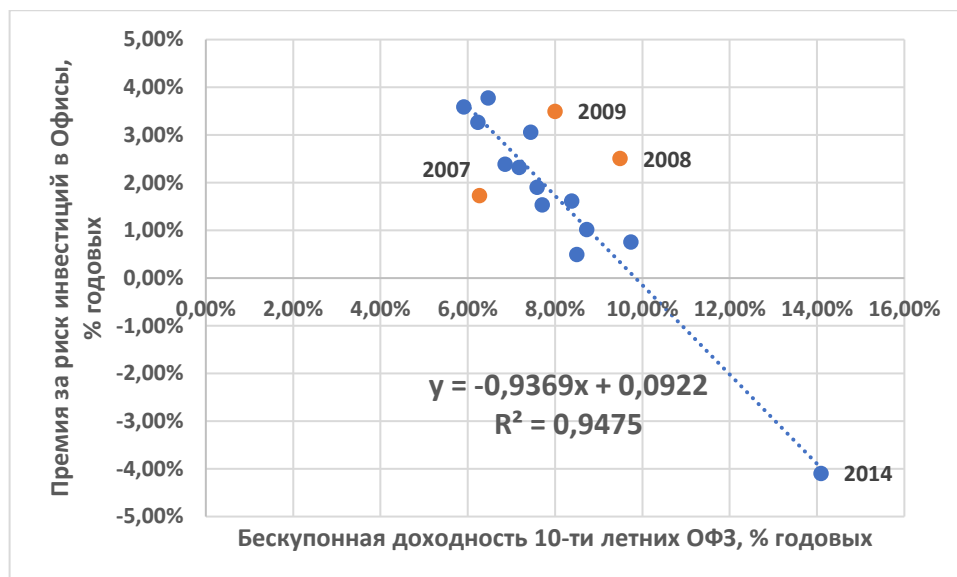


Рисунок 3. Корреляция премий за риск инвестирования в премиальную офисную недвижимость гор. Москвы и бескупонной доходности 10-ти летних ОФЗ (безрисковая ставка)

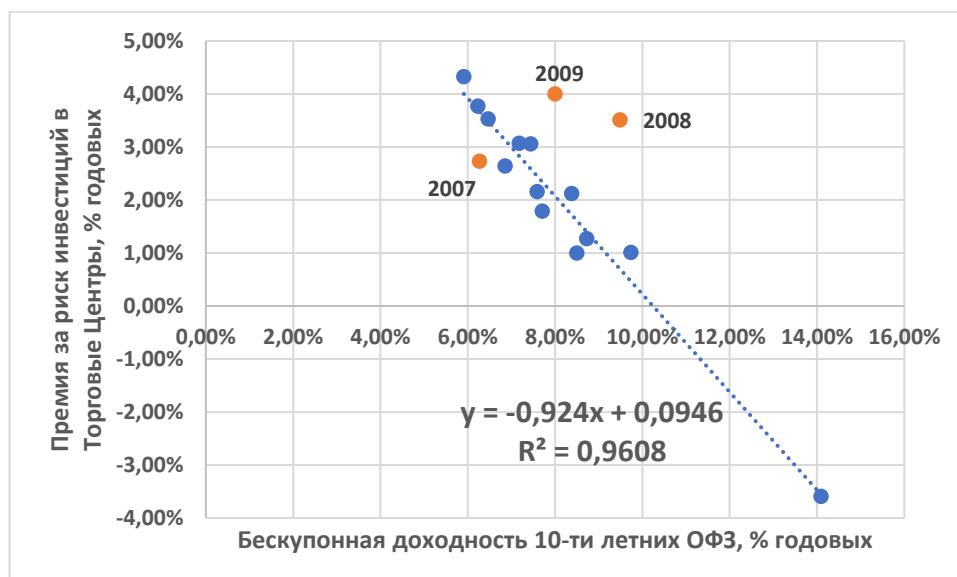


Рисунок 4. Корреляция премий за риск инвестирования в премиальные торговые центры гор. Москвы и бескупонной доходности 10-ти летних ОФЗ (безрисковая ставка)

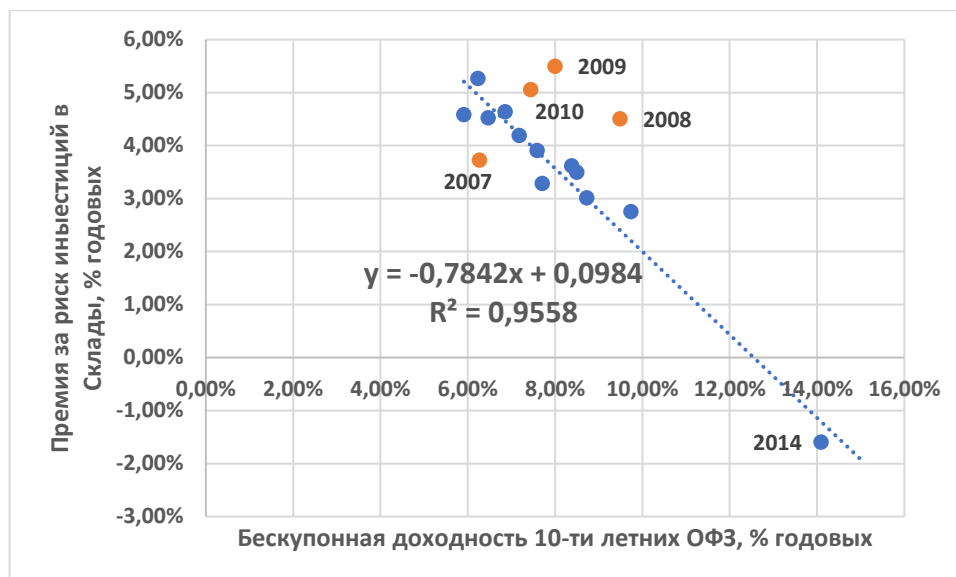


Рисунок 5. Корреляция премий за риск инвестирования в премиальную складскую недвижимость гор. Москвы и бескупонной доходности 10-ти летних ОФЗ (безрисковая ставка)

Как видно из представленных графиков, после удаления значений, связанных с кризисом 2008 – 2009 годов ⁶, все три корреляции описываются вполне достоверными, не случайными со статистической точки зрения трендами, демонстрирующими резкое снижение премии за совокупный риск инвестирования в недвижимость.

При значениях безрисковой доходности в 10 – 13% годовых в зависимости от сегмента коммерческой недвижимости премия за риск становится вообще отрицательной, что основано на опыте кризиса 2014 – 2015 годов.

Отметим, что точки, соответствующие 2014 году резко выделяются из общей картины в сторону высоких значений безрисковой доходности и в этом смысле являются «подозрительными» (такой эффект именуется леввереджем).

Однако, здесь нужно учесть два обстоятельства:

1. удаление значений, соответствующих 2014 году, даёт заметное изменение в тренде только складского сегмента, увеличивая премию до примерно 0% годовых; на трендах же офисного и складского сегментов никаких заметных изменений не происходит вообще;
2. такое удаление переводит характер исследования из интерполяционного в экстраполяционный, т.е. априори делает результат менее надёжным.

В результате, полученные уравнения трендов (показаны на соответствующих графиках) позволяют рассчитать премии за риск для соответствующих сегментов коммерческой недвижимости, а потом – сложением с величиной наблюдаемой безрисковой доходности – текущие наиболее вероятные значения ставок капитализации.

Этот процесс показан ниже в Табл. 4.

⁶ Необходимость такого удаления связана с выполнением требования однородности выборки, поскольку эти значения сильно выделяются из общей картины. В принципе, исследование можно провести и на полном наборе данных, но полученные результаты – во всех трёх случаях размер премии в области высоких значений безрисковой ставки вырастет - будут соответствовать неоднородному набору данных, что не является показателем надёжности результата и, как правило, не делается.

Таблица 4. Расчёт текущих наиболее вероятных значений ставок капитализации

	Безрисковая ставка, % годовых	Премия за риск, % годовых	Ставка капитализации, % годовых		
			1 кв. 2022 года	1 пол. 2021 года	Рост за период
Офисы	13,26	- 3,20	10,1	9,5	0,6
Торговые центры		- 2,79	10,5	10,3	0,2
Склады		- 0,56	12,7	11,4	1,3

Помимо этого, данные графиков Рис. 3 – 5 позволяют рассчитать интервалы, в которых могут находиться наиболее вероятные значения ставок капитализации, показанные в Табл. 5.

Таблица 5. Интервалы, в которых могут находиться наиболее вероятные значения ставок капитализации

	Ставка капитализации 1 квартал 2022 года, % годовых		
	Офисы	Торговые центры	Склады
минимум	9,3	9,9	12,1
наиболее вероятное	10,1	10,5	12,7
максимум	10,9	11,0	13,3

Полученные наиболее вероятные значения ставок капитализации заметно ниже величин, полученных без учёта снижения премии за совокупный риск инвестирования в коммерческую недвижимость, определённых ранее. Между тем, наблюдаемую разницу нельзя считать критической - 35% для офисов, 36% для торговых центров и 27% для складов.

Определение текущих ставок капитализации через корреляции спреда между ставками капитализации и ставками кредитования и ставками кредитования

Ещё один параметр финансового рынка, который оказывает влияние на ставку капитализации, является ставка кредитования, в качестве которой рассматривалась средневзвешенная ставка кредитования предприятий нефинансового сектора на срок более 3 лет.

Корреляции спредов (разниц) между ставками капитализации и ставками кредитования и самими ставками кредитования для трёх сегментов коммерческой недвижимости гор. Москвы показаны ниже на Рис. 6 – 8.

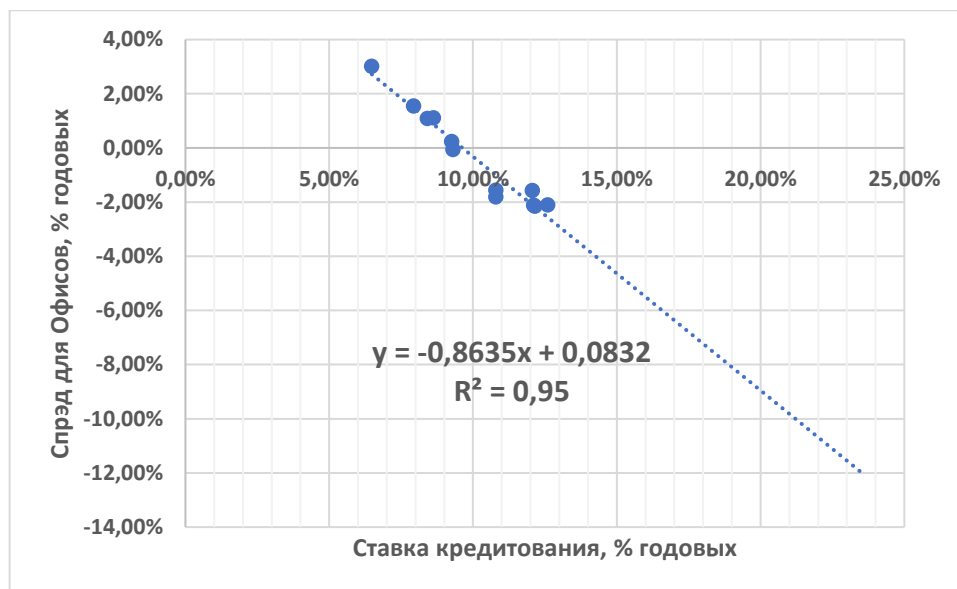


Рисунок 6. Корреляции спрэдов (разниц) между ставками капитализации и ставками кредитования и самими ставками кредитования для офисного сегмента

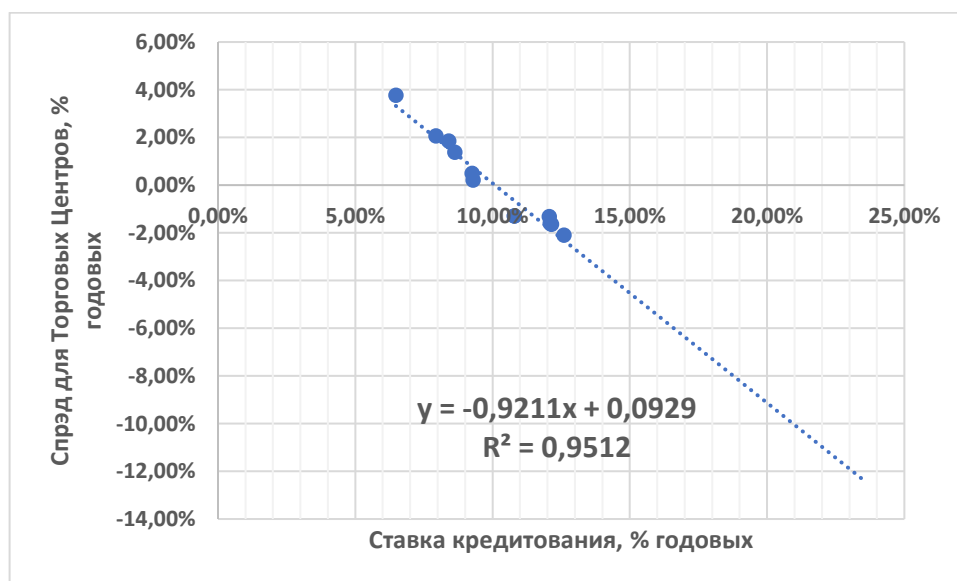


Рисунок 6. Корреляции спрэдов (разниц) между ставками капитализации и ставками кредитования и самими ставками кредитования для сегмента торговых центров

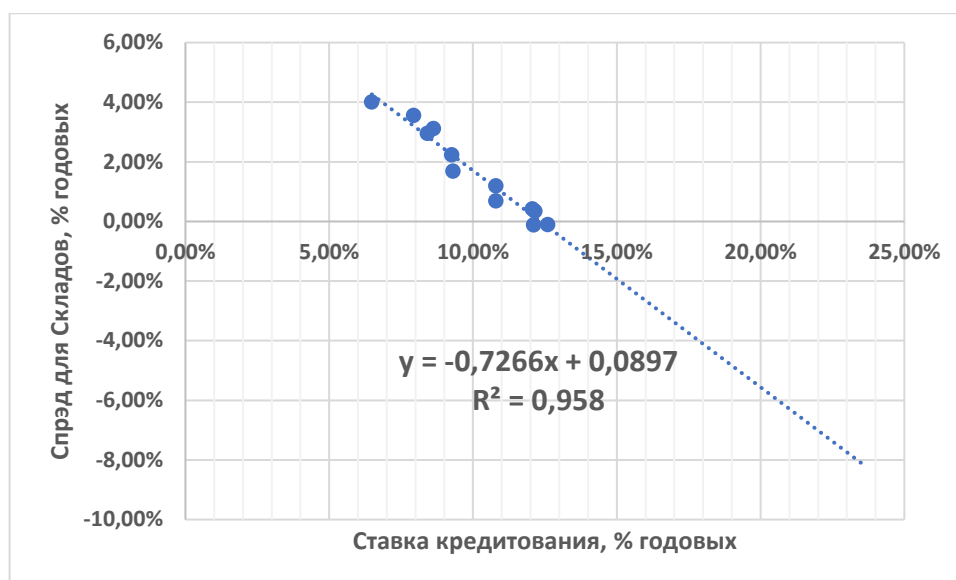


Рисунок 8. Корреляции спрэдов (разниц) между ставками капитализации и ставками кредитования и самими ставками кредитования для складов

Как ясно видно из графиков Рис. 6 – 8 и в этом случае абсолютно явным является снижение спреда между ставками капитализации и ставками кредитования по мере увеличения ставок кредитования, т.е. наблюдается точно та же картина, что ранее показанная для премии за совокупный риск инвестирования в недвижимость. В частности, это полностью подтверждает возможность существования отрицательной премии за риск инвестирования в коммерческую недвижимость.

Однако, в данном случае отсутствует ретроспективная информация для таких высоких ставок кредитования, которые в настоящий момент можно определить только теоретически на основании формулы «безрисковая ставка + кредитная премия в 3% годовых», имея в виду то, что формула «учётная ставка + 2 – 3% годовых» в настоящее время является экономически не корректной по причине сильной инверсии кривой бескупонной доходности – если в случае нормального вида кривой доходности учётная ставка ориентируется на минимальное значение краткосрочной доходности, то в случае инвертированного вида кривой доходности краткосрочная доходность является не минимальной, а максимальной, что противоречит задаче доступности кредитной ставки.

Хотя результаты вычислений по этому методу будут носить только экстраполяционный характер, такие оценки представляются нам полностью оправданными, по крайней мере, в качестве проверочных для результатов, полученных предыдущими методами.

За безрисковую ставку, как и ранее, примем текущую доходность 10-ти летних ОФЗ. Расчёт ставок капитализации на основании этих соображений представлен в Табл. 4 ниже. Величины спрэдов для соответствующих сегментов рынка недвижимости определялись по уравнениям аппроксимирующих трендов показанных на Рис. 6 – 8. Результаты расчёта представлены в Табл. 6.

Таблица 6. Расчёт текущих наиболее вероятных значений ставок капитализации

	% годовых
--	-----------

	Безрисковая ставка 1 кв. 2022	Кредитная премия	Ставка кредитования 1 кв. 2022	Спрэд 1 кв. 2022	Ставка капитализации 1 кв. 2022
Офисы	13,26	3,00	16,26	- 5,72	10,5
Торговые центры	13,26	3,00	16,26	- 5,69	10,6
Склады	13,26	3,00	16,26	- 2,84	13,4

Как следует из Табл. 6, полученные значения очень хорошо согласуются со значениями, полученными предыдущим способом в Табл. 4 – различия наиболее вероятных значений составляют для офисов 5%, для торговых центров 1%, для складов 6%, причём все различия в большую сторону.

Следует признать, что значения ставок капитализации, имеющие интерполяционный характер, подтверждаются значениями ставок капитализации, носящими менее надёжный экстраполяционный характер.

Данные графиков Рис. 6 – 8 позволяют рассчитать интервалы, в которых могут находиться наиболее вероятные значения ставок капитализации, показанные в Табл. 7.

Таблица 7. Интервалы, в которых могут находиться наиболее вероятные значения ставок капитализации

	Ставка капитализации 1 квартал 2022 года, % годовых		
	Офисы	Торговые центры	Склады
минимум	10,2	10,3	13,1
наиболее вероятное	10,5	10,6	13,4
максимум	10,8	10,9	13,7

Обобщение полученных результатов

В Табл. 8 – 10 проведено обобщение и согласование полученных результатов.

Таблица 8. Обобщение и согласование результатов, полученных для офисов

	Ставка капитализации для офисов 1 кв. 2022, % годовых			
	Определённая через изменение безрисковой ставки	Определённая через премию за риск	Определённая через спрэд	Итоговый результат
Минимум		9,3	10,2	9,3
Наиболее вероятное	15,6	10,1	10,5	10,5
Максимум		10,9	10,8	10,9
<i>Примечания</i>	<i>Используется только справочно</i>	<i>Использованы для определения итогового результата</i>		

Таблица 9. Обобщение и согласование результатов, полученных для торговых центров

	Ставка капитализации для торговых центров 1 кв. 2022, % годовых
--	---

	Определённая через изменение безрисковой ставки	Определённая через премию за риск	Определённая через спрэд	Итоговый результат
Минимум		9,9	10,3	9,9
Наиболее вероятное	16,4	10,5	10,6	10,6
Максимум		11,0	10,9	11,0
<i>Примечания</i>	<i>Используется только справочно</i>	<i>Использованы для определения итогового результата</i>		

Таблица 10. Обобщение и согласование результатов, полученных для складов

	Ставка капитализации для складов 1 кв. 2022, % годовых			
	Определённая через изменение безрисковой ставки	Определённая через премию за риск	Определённая через спрэд	Итоговый результат
Минимум		12,1	13,1	12,1
Наиболее вероятное		12,7	13,4	12,7
Максимум		13,3	13,7	13,7
<i>Примечания</i>	<i>Используется только справочно</i>	<i>Использованы для определения итогового результата</i>		

В Табл. 11 итоговые результаты исследования сведены воедино.

Таблица 11. Итоговые результаты исследования

	Ставки капитализации премиальной коммерческой недвижимости гор. Москвы 1 кв. 2022 г., % годовых		
	офисы	торговые центры	максимум
Минимум	9,3	9,9	12,1
Наиболее вероятное	10,5	10,6	12,7
Максимум	10,9	11,0	13,7

Заключение

В Табл. 12 проведено сравнение полученных на конец 1 квартала 2022 года ставок капитализации со значениями на конец первого полугодия 2021 года.

Таблица 12. Сравнение полученных на конец 1 квартала 2022 года ставок капитализации со значениями на конец первого полугодия 2021 года.

	Ставки капитализации премиальной коммерческой недвижимости гор. Москвы, % годовых		
	офисы	торговые центры	склады
2 кв. 2021	9,5	10,3	11,4
1 кв. 2022	10,5	10,6	13,1
Рост, раз	1,11	1,03	1,11

Как видно из Табл. 12 значения ставок капитализации для офисного и складского сегментов, определённые здесь увеличились на 11% относительно значений на первое полугодие предыдущего года, т.е. отражение кризисных явлений в величинах ставок имеет заметное отражение.

Может вызвать сомнения слабое – всего на 1% - увеличение ставки капитализации в сегменте торговых центров. Так, если предположить, что ставки капитализации должны увеличиваться во всех сегментах одинаково, то если применить повышающий коэффициент 1,11, который имеет место в офисном и складском сегменте к ставке капитализации сегмента торговых центров, то должно получиться значение 11,4%, что, возможно является оправданным.

Однако, исторически ставки капитализации офисного и торгового сегментов различаются всего на несколько процентов годовых, т.е. они всегда очень близки, причём ставка капитализации торговых центров немного больше, что и имеет место фактически, поэтому, как представляется, использование значения, полученного в ходе представленного исследования, является целиком оправданным.

В заключение отметим, что полученные данные

1. могут быть непосредственно использованы в оценке;
2. могут служить хорошим ориентиром при проведении рыночной экстракции ставок капитализации в условиях, когда фактически наблюдаемые значения ставок капитализации лежат в очень широких пределах.