



ФАКТОРЫ УСТОЙЧИВОСТИ АРЕНДНОГО ДОХОДА: СЦЕНАРНЫЙ АНАЛИЗ ДЛЯ ОБЪЕКТОВ КОММЕРЧЕСКОЙ НЕДВИЖИМОСТИ

*Никонов Артем Игоревич,
основатель, Cashsplash.ru,
г. Нью-Йорк, США*

E-mail: artem.nikonovv@gmail.com

ея характеристика денежного потока объектов коммерческой недвижимости, определяющая их инвестиционную привлекательность, рыночную стоимость и способность выполнять финансовые обязательства. Показано, что фактический арендный доход формируется под воздействием вакантности, договорных условий (сроки, индексация, досрочное прекращение), льгот арендаторам, платежной дисциплины, структуры состава арендаторов и управляемости эксплуатационных расходов. Обоснована применимость сценарного анализа для оценки устойчивости дохода, поскольку он позволяет моделировать согласованное изменение факторов доходной и расходной частей, а также параметров дисконтирования, выявлять уязвимые элементы финансовой модели и определять пороговые значения, при которых снижается эффективность объекта. Эмпирическая часть опирается на открытые рыночные индикаторы по сегментам коммерческой недвижимости, используемые в качестве входов для сценарных допущений. Сформулированы практические рекомендации по повышению устойчивости арендного потока за счёт совершенствования договорной политики, управления риском арендаторов, применения обеспечительных механизмов и контроля эксплуатационных расходов на основе бенчмаркинга.

Ключевые слова: устойчивость арендного дохода, коммерческая недвижимость, чистый операционный доход, вакантность, арендная ставка, договор аренды, индексация, эффективная аренда, сценарный анализ, анализ чувствительности, ставка дисконтирования, риск арендатора, обеспечительные механизмы, операционные расходы, инвестиционная оценка.

Актуальность исследования

Актуальность исследования обусловлена тем, что арендные поступления являются основой денежных потоков коммерческой недвижимости и напрямую влияют на инвестиционную привлекательность, рыночную стоимость объекта и его способность выполнять финансовые обязательства. При этом фактический

доход формируется не только уровнем ставки аренды, но и вакантностью, условиями договоров (сроки, индексация, возможность досрочного прекращения), предоставляемыми льготами арендаторам, платежной дисциплиной, качеством состава арендаторов и управляемостью эксплуатационных расходов. В условиях экономической неопределённости и чувствительности рынка недвижимости к изменению деловой активности и стоимости финансирования возрастает риск отклонения реальных показателей от плановых, что усиливает значимость оценки устойчивости арендного потока.

Сценарный анализ выступает обоснованным инструментом такой оценки, поскольку позволяет моделировать изменение ключевых факторов дохода, выявлять наиболее уязвимые элементы финансовой модели и определять пороговые значения, при которых снижается эффективность объекта. Это повышает качество управленческих решений собственников, управляющих компаний, инвесторов и кредиторов, делая исследование устойчивости арендного дохода научно и практико-ориентированным.

Цель исследования

Целью данного исследования является выявление факторов, определяющих устойчивость арендного дохода объектов коммерческой недвижимости, и разработка методики сценарного анализа, позволяющей оценивать устойчивость фактических арендных поступлений, определять уязвимые элементы финансовой модели и пороговые значения ключевых параметров, при которых снижается эффективность объекта.

Материалы и методы исследования

Материалами исследования выступают положения научной и прикладной литературы по инвестиционному анализу недвижимости, подходы к оценке доходности на основе показателя чистого операционного дохода и доходного подхода, а также открытые рыночные показатели по сегментам коммерческой недвижимости, используемые как внешние входы для сценарных допущений.

Методическая база включает экономико-логический анализ факторов формирования фактического арендного дохода, построение модели дисконтированных денежных потоков с расчётом терминальной стоимости и применением ставки дисконтирования, сценарный анализ как способ согласованного изменения ключевых параметров доходной и расходной частей модели.

Результаты исследования

Устойчивость арендного дохода в коммерческой недвижимости рассматривается в научных и прикладных исследованиях как способность объекта обеспечивать относительно стабильный и прогнозируемый денежный поток в течение длительного периода времени при изменении внешних и внутренних условий функционирования рынка. В рамках инвестиционного анализа недвижимости данный показатель напрямую связан с понятием операционного дохода (Net Operating Income), который формируется как разница между валовым арендным доходом и операционными расходами и служит базой для оценки стоимости объекта методом капитализации доходов. В

международной и российской практике устойчивость арендного дохода трактуется не как отсутствие колебаний, а как ограниченность их амплитуды и управляемость факторов, вызывающих снижение доходности [2].

С методологической точки зрения устойчивость арендного дохода определяется совокупным воздействием макроэкономических, рыночных и объектных факторов. К макроэкономическим условиям относятся темпы экономического роста, уровень инфляции, стоимость заемного капитала и деловая активность, которые определяют платежеспособный спрос на коммерческие площади. Рыночные факторы включают соотношение спроса и предложения в конкретном сегменте недвижимости, уровень вакантности, динамику арендных ставок и конкурентную среду. Объектные факторы связаны с характеристиками конкретного актива: его локацией, функциональным назначением, классом, техническим состоянием, качеством управления и структурой арендных договоров. В совокупности данные элементы формируют риск-профиль арендного потока и его устойчивость к неблагоприятным изменениям конъюнктуры.

Ключевым индикатором устойчивости арендного дохода в теории и практике управления недвижимостью является уровень вакантности, отражающий долю неиспользуемых площадей в общем объеме объекта или рынка. Рост вакантности приводит к прямому снижению валового дохода и увеличению удельной нагрузки постоянных расходов, что снижает чистый операционный доход. По данным аналитических обзоров консалтинговых компаний, к 2020-2021 годам на рынках коммерческой недвижимости России наблюдалась разнонаправленная динамика вакантности в зависимости от сегмента, что подтверждает необходимость дифференцированного подхода к оценке устойчивости дохода (таблица 1).

Таблица 1

Уровень вакантности по сегментам
коммерческой недвижимости в крупных городах России, %

Сегмент недвижимости	2019 г.	2020 г.	2021 г.
Офисная недвижимость	7-8	10-12	11-13
Торговая недвижимость	6-7	9-11	8-10
Складская недвижимость	3-4	2-3	1-2

Источник: открытые аналитические обзоры консалтинговых компаний рынка недвижимости.

Устойчивость арендного дохода также определяется структурой договорных отношений с арендаторами. Долгосрочные договоры аренды с фиксированными условиями индексации, ограниченными возможностями

досрочного расторжения и обеспечительными механизмами снижают волатильность доходов, однако могут ограничивать гибкость адаптации к росту рынка. Краткосрочные договоры, напротив, повышают чувствительность дохода к изменениям рыночных ставок и спроса, что усиливает неопределённость, но позволяет быстрее реагировать на благоприятные изменения конъюнктуры. В научных публикациях подчёркивается, что оптимальная структура договоров должна учитывать фазу рыночного цикла и специфику сегмента недвижимости.

Методологическая база анализа устойчивости арендного дохода опирается на инструменты финансового моделирования и риск-анализа, применяемые в инвестиционной оценке недвижимости. Наиболее распространёнными являются анализ чувствительности, позволяющий оценить реакцию дохода на изменение отдельных параметров, и сценарный анализ, ориентированный на комплексное моделирование возможных состояний рынка. В отличие от статических методов оценки доходности, сценарный подход рассматривает арендный доход как динамическую величину, зависящую от совокупного изменения ставок, вакантности, условий индексации и операционных расходов. Именно такая методология позволяет выявлять критические сочетания факторов, при которых устойчивость дохода снижается до уровней, неприемлемых для собственника или инвестора.

Методика сценарного анализа устойчивости арендного дохода опирается на доходный подход и модель дисконтированных денежных потоков: прогнозируются будущие чистые поступления от объекта, рассчитывается терминальная стоимость после явного прогнозного периода и весь поток приводится к текущей стоимости с использованием ставки дисконтирования. Такой порядок построения модели соответствует общепринятой логике применения DCF в доходном подходе к оценке.

Ключевое условие корректности сценарного анализа – воспроизводимые допущения, привязанные к наблюдаемым параметрам объекта. Поэтому расчёт должен строиться на уровне договоров аренды: по каждому арендатору учитываются сроки, ставка и порядок её изменения, условия индексации, график платежей, льготы (если предусмотрены), а также факторы, влияющие на фактические поступления. Далее выполняется переход от номинальной к эффективной аренде, то есть в модель включаются потери от вакантности и неплатежей и эффект уступок арендаторам, чтобы оценка отражала реальный денежный поток.

Сценарии задаются как согласованные наборы параметров, которые одновременно меняют доходную часть (эффективная ставка, вакантность, продления договоров, неплатежи), расходную часть и параметры дисконтирования. Это принципиально важно, потому что изменения внешней среды воздействуют комплексно, и сценарий должен отражать связанное изменение факторов, а не вариацию одной переменной. В рамках сценариев устойчивость проверяется по траектории показателей во времени и через поиск пороговых значений, при которых доход становится неустойчивым; для этого обычно применяют анализ чувствительности и матрицы чувствительности.

SCIENCE TIME

Существенное влияние на параметры сценарного анализа оказывает денежно-кредитная политика, поскольку изменение ключевой ставки напрямую отражается на стоимости заёмного капитала, уровне требуемой доходности и ставке дисконтирования, применяемой в доходном подходе. Динамика ключевой ставки Банка России за рассматриваемый период представлена на рисунке ниже.



Рис. 1 Динамика ключевой ставки Банка России [5]

Для офисного сегмента используются ключевые показатели рынка высококачественных офисов, включающие общий объем предложения, ввод, вакантность по классам, средневзвешенные запрашиваемые арендные ставки и средневзвешенные операционные расходы. Эти показатели позволяют формализовать базовое состояние рынка (как отправную точку для денежного потока) и одновременно задать наблюдаемую амплитуду изменений, на основе которой конструируются сценарные отклонения. Важно, что данные приведены в сопоставимой структуре «период к периоду», что делает их пригодными для построения минимум двух сценарных состояний без введения произвольных параметров (таблица 2).

Эти входные данные позволяют собрать сценарную матрицу, в которой «база» фиксируется на более благоприятных значениях вакантности и ставок (период 2), а «стресс» – на наблюдаемых менее благоприятных значениях (период 1). В сценарной логике это отражается в двух ключевых каналах устойчивости арендного дохода: через заполняемость (потери валового дохода) и через уровень net-ставки (доход на занятую площадь), при том, что операционные расходы в наблюдаемом срезе остаются постоянными и не требуют произвольного изменения. Дополнительно проверка на реалистичность сценариев обеспечивается тем, что в отчёте приведена динамика вакантности на

более длинном интервале, где видны уровни вакантности, существенно отличающиеся от текущих значений, то есть задана исторически наблюдаемая «полка» возможных отклонений.

Таблица 2

Публичные параметры офисного рынка,
используемые как входы для сценарного анализа (классы А и В)

Показатель	Период 1	Период 2
Общий объем качественного предложения, тыс. кв. м	16 998	17 585
Ввод с начала года, тыс. кв. м	224,4	587,4
Вакантность, класс А, %	11,7	9,5
Вакантность, класс В, %	6,1	5,6
Средневзвешенная запрашиваемая ставка, класс А, руб./кв. м/год	25 528	25 827
Средневзвешенная запрашиваемая ставка, класс В, руб./кв. м/год	17 135	17 556
Средневзвешенные операционные расходы, класс А, руб./кв. м/год	7 100	7 100
Средневзвешенные операционные расходы, класс В, руб./кв. м/год	4 800	4 800

Источник: [4].

Для сопоставления рыночной картины может быть использован также независимый публичный индикатор общей вакантности по совокупному предложению офисов, опубликованный другим консультантом, что повышает надёжность эмпирической базы: при различиях методик классификации и покрытия рынка показатель общей вакантности подтверждает сам факт направления изменения доступного предложения и уровень вакантности на рынке [3].

В сегменте торговой недвижимости эмпирическая база строится на публично зафиксированном уровне вакантности, который применяется как параметр сценария потерь валового дохода в модели эффективной аренды. Для сценарного анализа устойчивости это принципиально, поскольку торговая недвижимость чувствительна к снижению трафика и изменению структуры спроса арендаторов, а вакантность является прямым наблюдаемым результатом этих процессов.

Для индустриально-складского сегмента используется набор рыночных индикаторов, где одновременно публикуются вакантность и ставка аренды (в рублях за кв. м в год), причём отдельно оговаривается, что ставка указана без НДС и эксплуатационных расходов. Это позволяет без дополнительных допущений связать параметры сценария с двумя ключевыми компонентами устойчивости дохода: долей сдаваемых площадей и уровнем арендной ставки, применяемой к занятой площади, а также корректно отделить валовую ставку от расходов.

Далее эмпирическая постановка сценарного анализа заключается в сопоставлении того, как изменения вакантности и уровня ставки в каждом сегменте формируют различный профиль устойчивости арендного дохода. Для офисов входные данные позволяют показать одновременно влияние вакантности и «ценового» фактора (net-ставки) в разрезе классов А и В, а также увидеть, что даже при росте предложения (вводе) возможна разнонаправленная динамика доступности площадей. Для индустриально-складского сегмента фиксируется сочетание низкой вакантности и заданной рыночной ставки как параметров базового состояния, что в сценарной модели означает меньшую долю потерь от простоя при сохранении чувствительности к изменению ставок аренды. Для торгового сегмента эмпирический акцент делается на вакантности как ключевом наблюдаемом параметре потерь дохода, применимом для построения сценариев в условиях, когда ставка и структура уступок могут существенно различаться в зависимости от локации и формата объекта.

Практические рекомендации по повышению устойчивости арендного дохода в коммерческой недвижимости базируются на управляемых инструментах, которые позволяют снизить вероятность резких колебаний поступлений и повысить предсказуемость денежного потока. В профессиональной практике управления недвижимостью ключевым элементом является предварительная оценка надёжности арендаторов и формирование адекватных обеспечительных механизмов. Открытые отраслевые стандарты подчёркивают значимость финансовой проверки арендатора, анализа его деловой репутации и способности исполнять договорные обязательства, а также использования обеспечительных инструментов, таких как депозит или банковская гарантия. Эти меры направлены не на увеличение номинальной ставки аренды, а на снижение риска неплатежей и досрочного расторжения договоров, что напрямую влияет на устойчивость фактического дохода [1].

Устойчивость также повышается за счет договорной политики собственника: унификации и прозрачности условий аренды, включая порядок изменения арендной платы, распределение эксплуатационных расходов, ответственность сторон и условия досрочного прекращения. Для портфеля объектов важно распределение сроков окончания договоров и ограничение зависимости от одного арендатора или отрасли, что снижает риск одновременного выпадения значительной части дохода.

Дополнительно требуется системное администрирование обеспечений (учет, контроль сроков, порядок использования при нарушениях) и операционный контроль расходов. Поскольку рост затрат снижает чистый операционный доход, целесообразно применять бенчмаркинг эксплуатационных расходов, формировать реалистичные бюджеты и корректировать работу с подрядчиками. В целом устойчивость арендного дохода достигается комплексным управлением арендаторами, договорными и обеспечительными условиями, а также контролем и оптимизацией эксплуатационных расходов.

Выводы

Таким образом, устойчивость арендного дохода коммерческой недвижимости определяется не номинальным уровнем ставки аренды, а совокупностью управляемых и рыночных факторов, среди которых ключевую роль играет вакантность, качество и структура арендаторов, параметры договоров и управляемость эксплуатационных расходов. Сценарный анализ в связке с моделью дисконтированных денежных потоков позволяет корректно оценивать устойчивость фактических поступлений за счёт моделирования комплексных изменений доходов, расходов и параметров дисконтирования, а также выявлять пороговые условия, при которых эффективность объекта снижается.

Практическое повышение устойчивости арендного дохода достигается посредством усиления договорной дисциплины и прозрачности условий, применения обеспечительных механизмов, снижения концентрации дохода на отдельных арендаторах и системного контроля эксплуатационных расходов с использованием отраслевых ориентиров, что в совокупности повышает предсказуемость и качество арендного денежного потока.

Литература:

1. Лядова Ю.О. Пути повышения финансовой устойчивости предприятия // Молодой ученый. – 2020. – № 27(317). – С. 199-201 [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <https://moluch.ru/archive/317/72408>.
2. Трухина Н.И., Баринов В.Н., Чернышихина И.И. Основы экономики недвижимости: Теория и практика [Электронный ресурс]. – Режим доступа: https://cchgeu.ru/upload/iblock/374/uchebnoe_posobie_osnovy-ekonomiki-nedvizhimosti_zik_2014.pdf.
3. Moscow Office Market, 4Q 2021 | CBRE [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <https://www.cbre.com/insights/figures/moscow-office-market-4q-2021>.
4. Office market report. Moscow [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <https://content.knightfrank.com/research/597/documents/en/moscow-office-market-q4-2021-8908.pdf>.
5. Russia to cut key interest rate to 17% as financial risks ease – CGTN [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <https://news.cgtn.com/news/2022-04-08/Russia-to-cut-key-INTEREST-rate-by-300-bps-to-17--1947kyW5oJ2/index.html>.