

Расчет ставки дисконтирования в условиях высокой учетной ставки

Александр Иванов

Генеральный директор ЗАО «РОССИЙСКАЯ ОЦЕНКА»

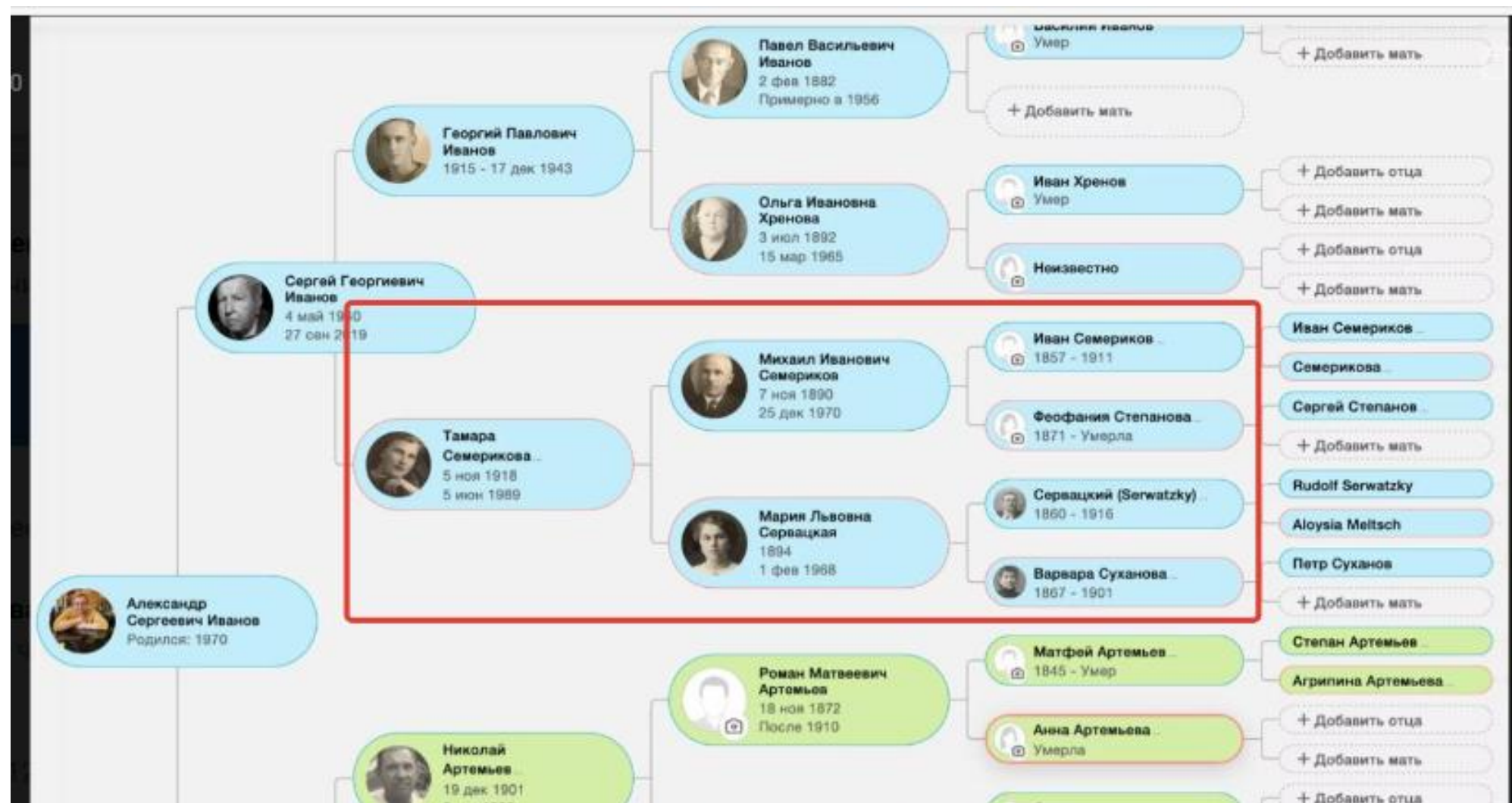
Сопредседатель Экспертного Совета НКСО



Мои корни из Тюмени

Одна из моих веток берет
начало в Тюмени

По этой линии мои прадед
и прабабушка родились в Тюмени
в конце XIX века



Знаменитый пивовар в Тюмени

Гуго Сервацкий

Мой прапрадед.

Мария Сервацкая

Прабабушка.



Пивоваренный заводъ въ Тюмени (бывшій Н. М. Давыдовской) получилъ на выставкахъ въ Миланѣ и Лондонѣ, на обоихъ, высшія награды „за высокое качество пива по вкусу и блестящею выдержанный химическій анализъ“, а именно: дипломъ, большую золотую медаль, почетный крестъ; кромѣ того, заводъ получилъ на Лондонской выставкѣ почетный кубокъ.

Дипломы и права на такія же награды, кромѣ кубка, получилъ и Г. Р. Сервацкій, служащій на заводѣ управляющимъ болѣе 22 лѣтъ.

Купец из Тюмени - второй прапрадед

Иван Семериков

Мой прапрадед, купец 2 гильдии

Михаил Семериков

Его сын (мой прадед), выпускник АРУ

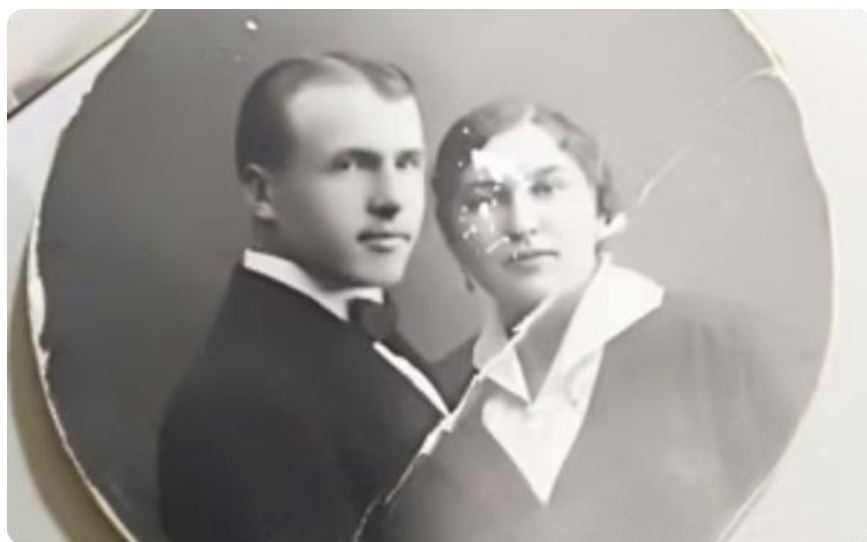
Семериков Иван Иванович — купец 2-й гильдии (1897, 1899, 1905 [55], [164], 1906 [169]), торговля солью (1897), член попечи-

тельства за семьями нижних чинов, призванных на воинскую службу (1904 [4]), член комиссии по проверке отчёта Общественного банка за 1903–1905 гг. (1904–1906 [4]), гласный городской думы (1906–1908 [17], [169]), отказался от должности гласного городской думы по нездоровью (12.1908 [17]).



[illegible]

Мои тюменские корни



Сын купца

1915

Дочка пивовара



Моя бабушка

1925



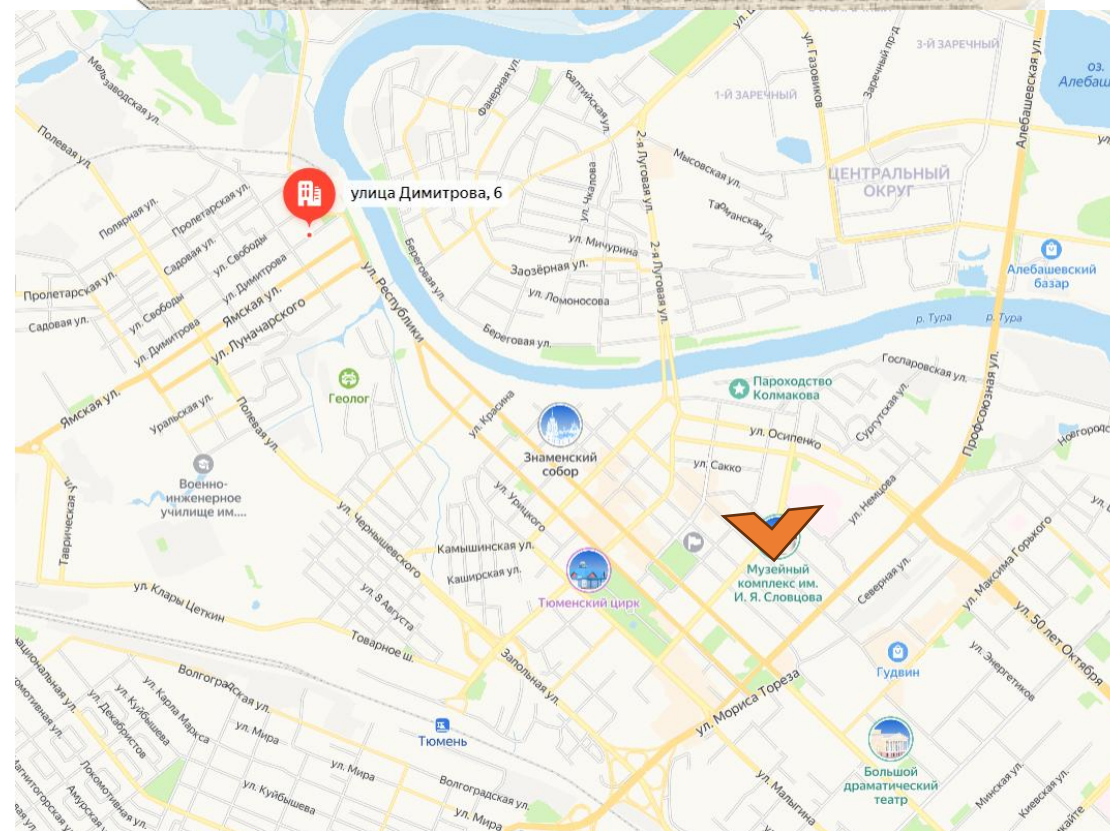
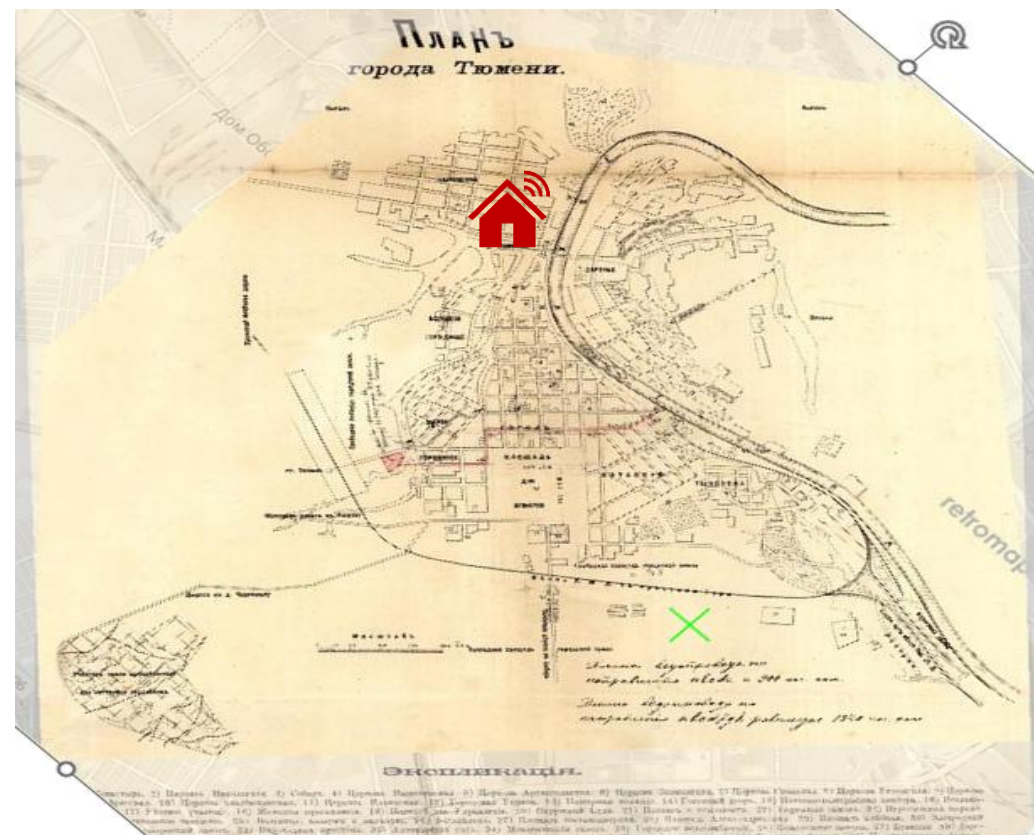
Это я

1975

Дом купца Семерикова: 130 лет



Ул. Димитрова, 6



Дом брата Семерикова

Между снимками 130 лет...



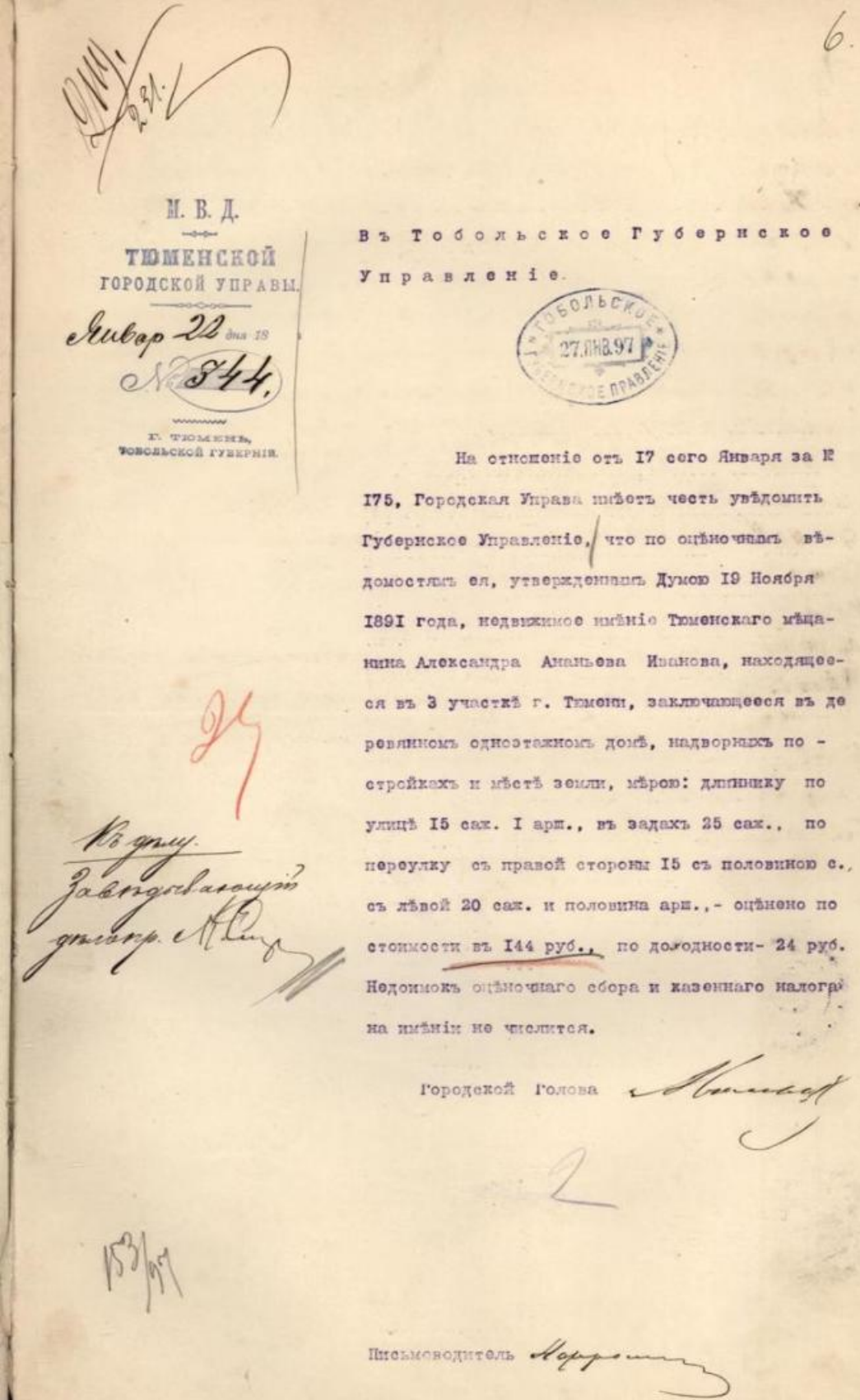
Ул. Димитрова, 8

Кадастровая оценка: 130 лет



Земельный участок	
Кад. номер:	72:23:0208002:813
Статус:	Учтенный
Адрес:	обл. Тюменская, г. Тюмень, ул. Димитрова, дом 8
Категория земель:	Земли поселений (земли населенных пунктов)
Форма собственности:	-
Кадастровая стоимость:	2127687.66 руб
Уточненная площадь:	609 кв.м

Наименование	здание
Назначение	Нежилое
Площадь общая	329,3 кв. м
Статус	Ранее учтенный
Форма собственности	Частная
Кадастровая стоимость	2 390 555,23 руб.





Оценка в XIX веке



Оценочный сбор

Налог на недвижимость



Страхование недвижимости

Основа для расчета
страховых премий



Налог на наследство

Максимальная из двух величин: кадастровой и страховой оценки

Коэффициент капитализации

По оценочной ведомости этот объект оценен в 1894 году:

- по стоимости 2 436 руб.
- по доходу 406 руб.



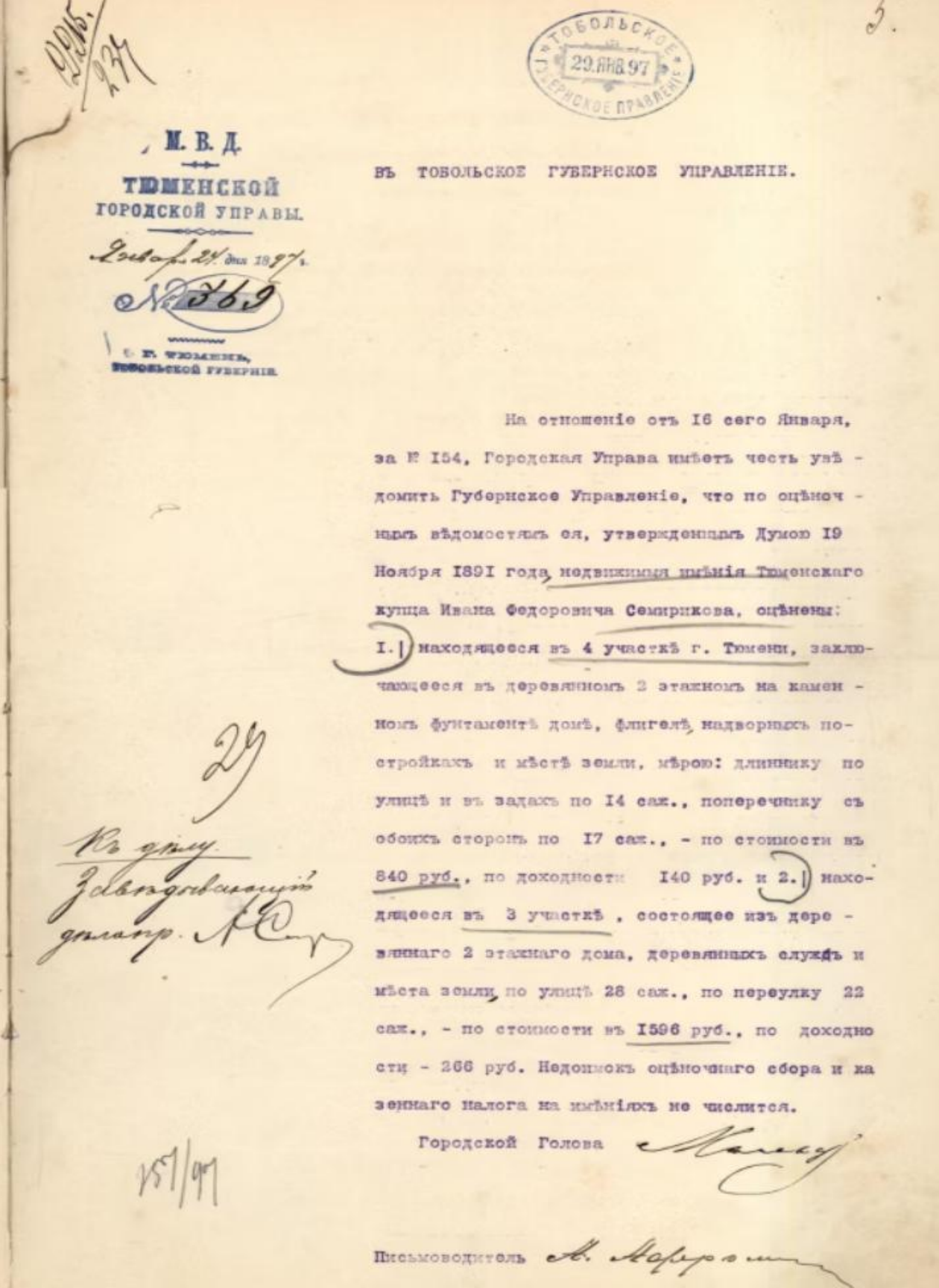
Коэффициент капитализации:

$R = 15,6\%$

или

$BPM = 6$

Какой коэффициент капитализации
для этого здания сегодня?



Сложности расчета ставок капитализации и дисконтирования



Прогнозирование

Нет долгосрочных инструментов



Учет рисков

Трудности расчета с учетом возникающих рисков и неопределенности



Кумулятивный метод

Работает ли в условиях кризиса?



Альтернативная доходность

Ставка по депозитам 20-22%?



Ситуация на рынке недвижимости (в условиях кризиса?)



Снижение цен аренды

Падение стоимости жилой и коммерческой аренды



Проблемы финансирования

Банки перестали кредитовать строительство



Низкая ликвидность

Коммерческая недвижимость теряет ликвидность



Разнонаправленные тренды рынка



Кризисные явления в отрасли



Высокие ставки

Ипотечные ставки до 29%



Остановка строительства

Новое строительство почти остановилось



Банкротства девелоперов на подходе (?):

Нет продаж, нет доходов, невозможно обслуживать кредиты

ДОХОДНЫЙ ПОДХОД:

Основная проблема

Прямая капитализация

Работает ли в текущих условиях?

Высокая волатильность

Влияние на расчеты

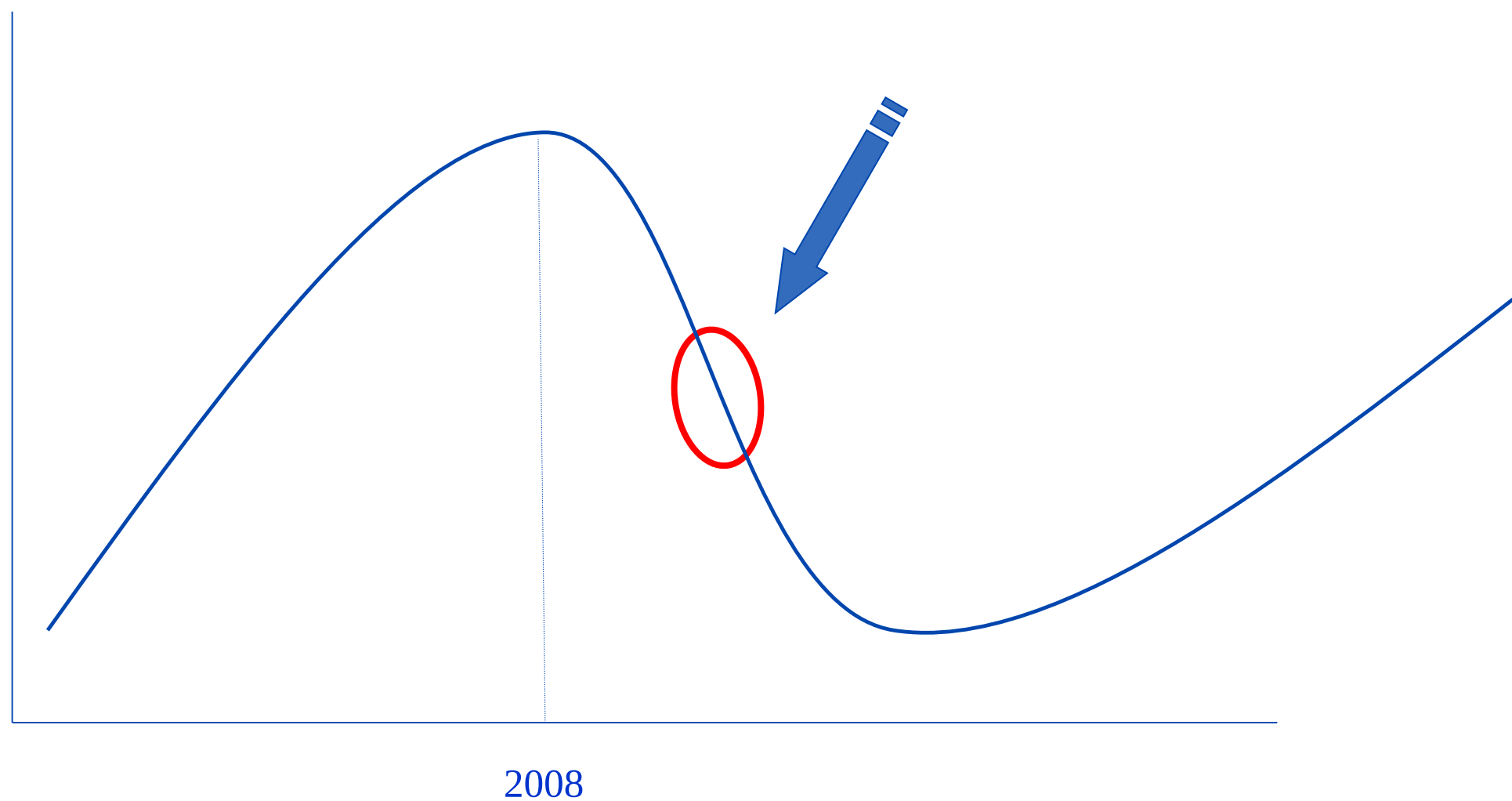
Кризисные условия

Особенности применения метода



Коэффициент капитализации

РАБОТАЕТ ЛИ ЗДЕСЬ ПРЯМАЯ КАПИТАЛИЗАЦИЯ?



Коэффициент капитализации: кумулятивный метод

1

Безрисковая ставка - **ВЫРОСЛА**

Базовый показатель

2

Поправка на риск - **ВЫРОСЛА**

Учет рыночных рисков

3

Поправка на ликвидность - **ВЫРОСЛА**

Учет низкой ликвидности

4

Поправки на управление и изменение стоимости

Дополнительные факторы

Коэффициент капитализации в текущих условиях должен расти





Исторические показатели капитализации

Тип объекта	Коэффициент до 2020
Квартиры	4-6%
Коттеджи	6-8%
Образовательные учреждения	7-9%

- Все эти объекты не входили в сегмент коммерческой недвижимости
- Коммерческая недвижимость приобреталась для получения арендного дохода

Коэффициент капитализации - проблемы

Уход сегментов

Многие сегменты «ушли» с рынка
коммерческой недвижимости

Неработающая методология

Идеология кумулятивного подхода не
работает



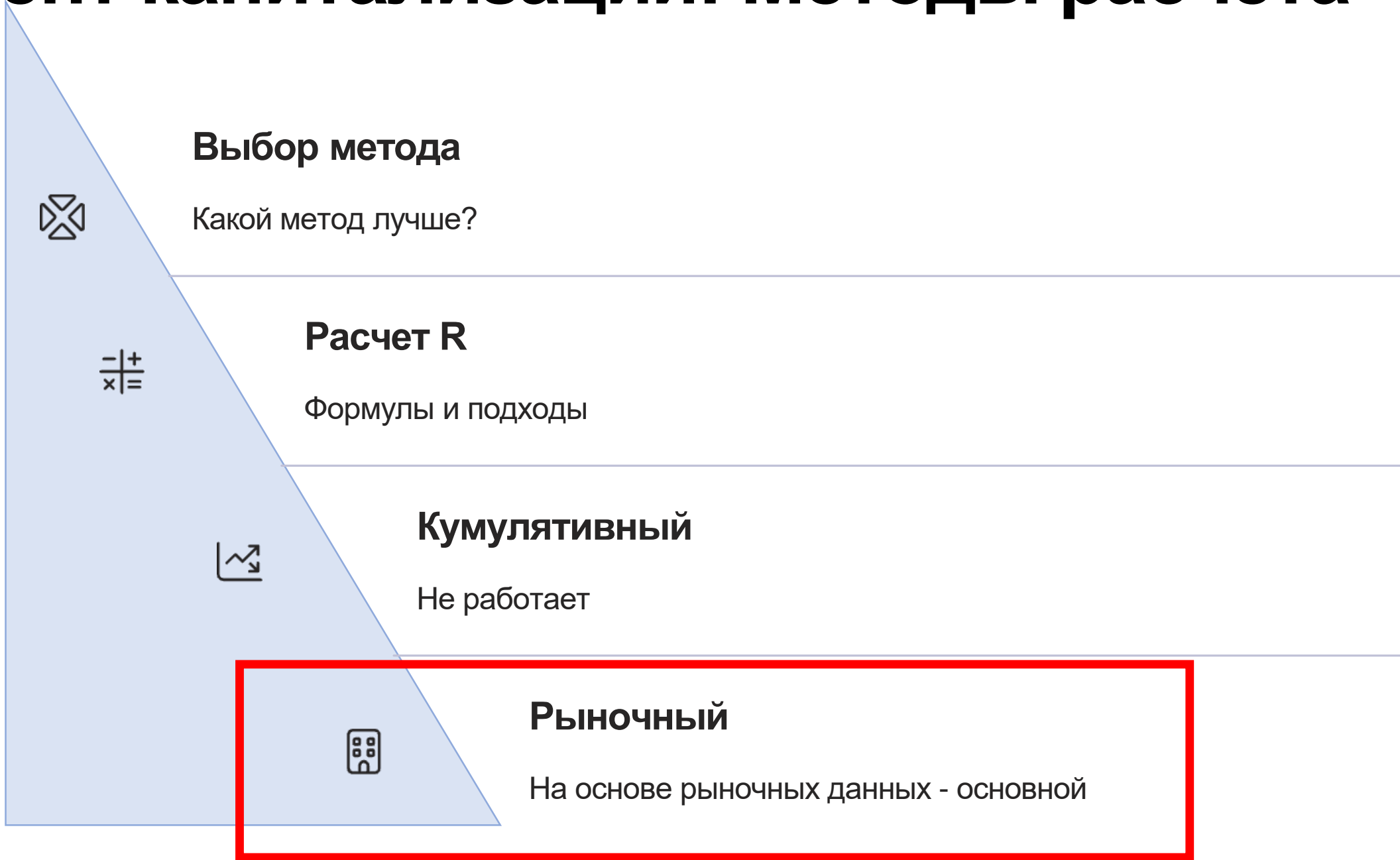
Новая мотивация

Изменились мотивы покупателей
Редко покупают для сдачи в аренду

Варианты инвестиций

Какие сейчас альтернативные
варианты инвестиций?

Коэффициент капитализации: Методы расчета



Метод дисконтирования денежных потоков

DCF для крупных объектов

Для оценки бизнеса и крупных объектов недвижимости нужно использовать DCF

Ограничение кризиса

Неправильно распространять кризис на весь период прогнозирования

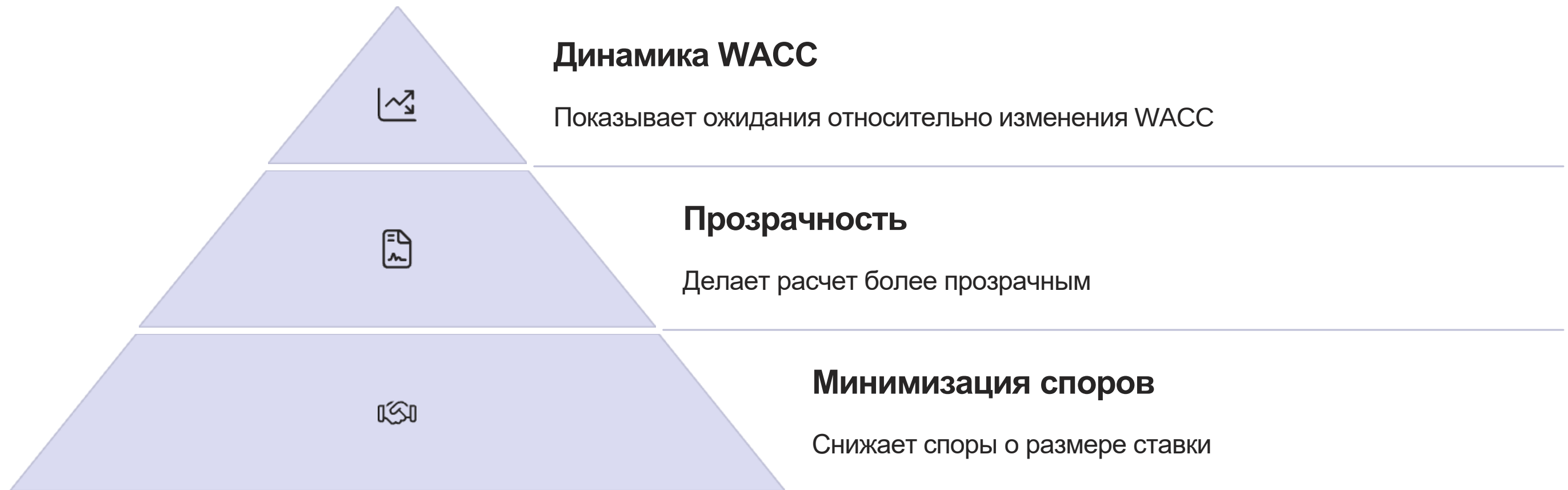


Переменная ставка дисконтирования

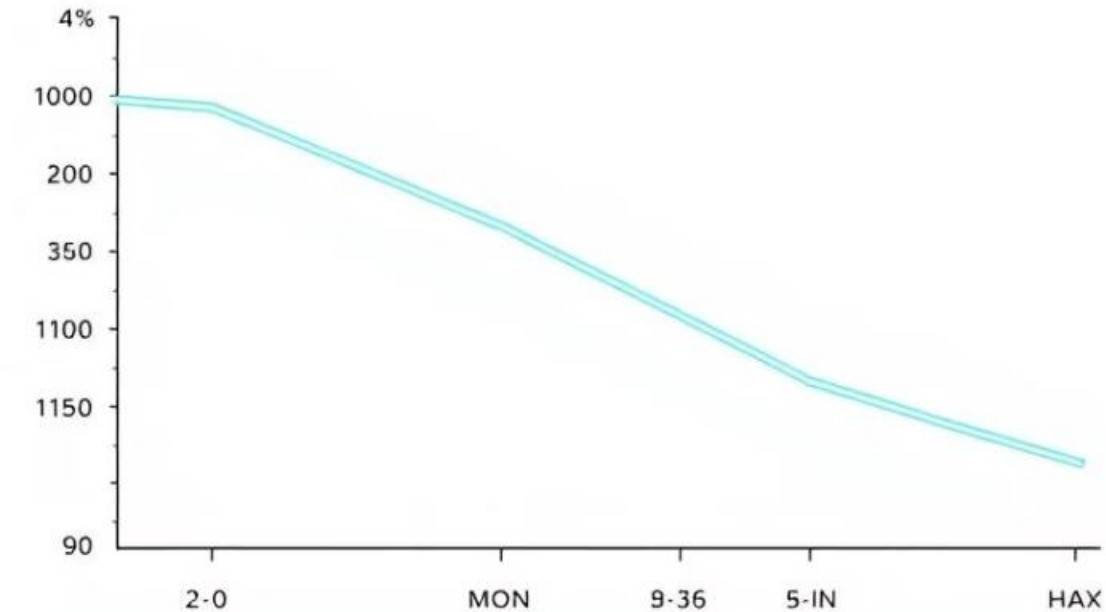
Мы до 2020 года переменную ставку использовали очень редко.

Начиная с 2022 мы очень редко постоянную ставку дисконтирования

Почему?



Переменная ставка дисконтирования



Набор различных ставок

Меняющихся со временем

Эквивалентность

Соответствие постоянной ставке

Методологическая корректность

Результаты должны совпадать

$$(1 + WACC)^N = (1 + WACC_1)^1 * (1 + WACC_2)^2 * (1 + WACC_3)^3 \dots (1 + WACC_N)^N$$

Параметры переменной ставки

Безрисковая доходность

Специальный риск

Структура капитала

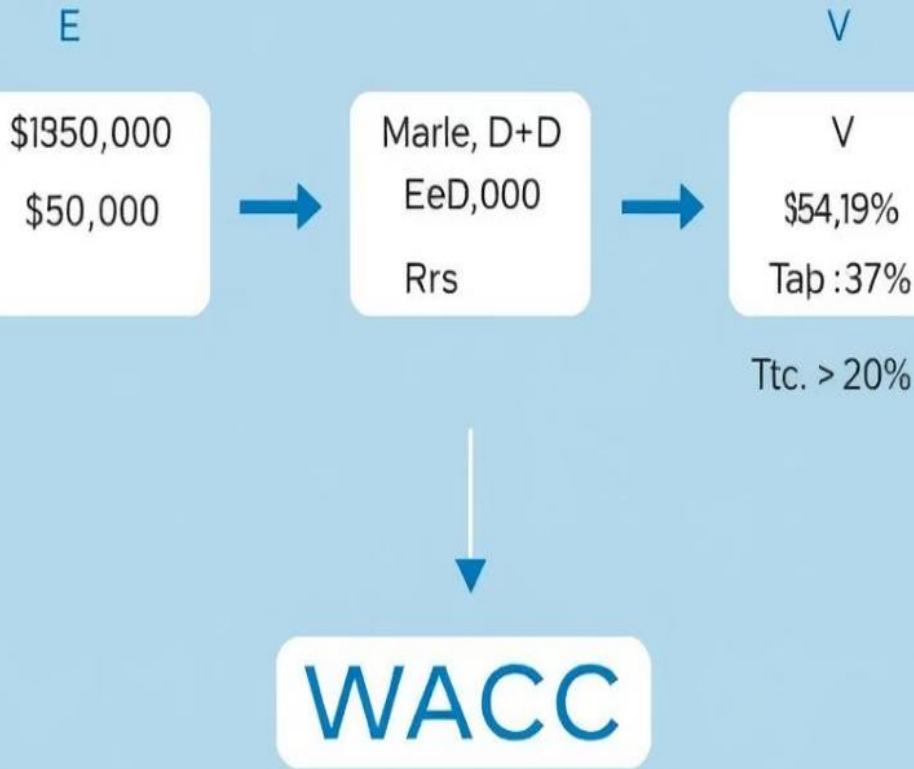
Стоимость долга

Покомпонентный прогноз изменения WACC делает расчет более наглядным и интуитивно понятным.

Многим клиентам и экспертам трудно психологически смириться с постоянным WACC ниже учетной ставки (хотя все понимают про долгосрочность и тп).

Очевидно, что в текущих условиях по большинству параметров нет индикаторов долгосрочных значений (например, по стоимости долга), а вот ожидания по тренду их изменения есть.

Weighted Average Cost of Capital



RA_d+. – – Crpiecant tarte rad (< 1 - 235)



РАЗДЕЛ 11. ПРИЛОЖЕНИЯ

ПРИЛОЖЕНИЕ №1. СТАВКА ДИСКОНТИРОВАНИЯ

Ставка дисконтирования	Ед. изм.	4 кв. 2024	2025	2026	2027	2028	2029	ПП	Комментарий
Безрисковая ставка, руб., в том числе:	%	20,15%	16,64%	11,68%	9,25%	8,65%	8,65%	8,65%	Ключевая ставка ЦБ РФ + спред к КБД МОЕХ (30 лет), рассчитанный за предыдущие 10 лет.
Ключевая ставка	%	19,50%	15,99%	11,03%	8,60%	8,00%	8,00%	8,00%	
Спред КБД и КС ЦБ	%	0,65%	0,65%	0,65%	0,65%	0,65%	0,65%	0,65%	
Рыночная премия, долл.	%	4,12%	4,12%	4,12%	4,12%	4,12%	4,12%	4,12%	Данные аналитического агентства Damodaran Данные Bloomberg
Бета unlevered	-	0,93	0,93	0,93	0,93	0,93	0,93	0,93	
Бета Компании (levered)	-	1,05	1,04	1,04	1,04	1,04	1,04	1,04	
Специфический риск, долл.	%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	Премия, связанная с риском инвестирования в Компанию
Премия за размер, долл.	%	4,70%	4,70%	4,70%	4,70%	4,70%	4,70%	4,70%	Данные Duff & Phelps. Valuation Handbook 2023
Долгосрочная инфляция, руб.	%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	Макроэкономический прогноз Макроэкономический прогноз
Долгосрочная инфляция, долл.	%	2,37%	2,37%	2,37%	2,37%	2,37%	2,37%	2,37%	
Стоимость собственного капитала, руб.	%	33,97%	30,43%	25,47%	23,04%	22,44%	22,44%	22,44%	
Структура капитала									
Соотношение долга к собственному капиталу	%	16,03%	16,03%	16,03%	16,03%	16,03%	16,03%	16,03%	Данные Bloomberg
Собственный капитал	%	86,19%	86,19%	86,19%	86,19%	86,19%	86,19%	86,19%	
Заемный капитал	%	13,81%	13,81%	13,81%	13,81%	13,81%	13,81%	13,81%	
Стоимость заемного капитала	%	18,00%	14,24%	10,52%	8,70%	8,25%	8,25%	8,25%	Ключевая ставка ЦБ РФ + премия за риск инвестирования в конкретную компанию
Стоимость заемных средств, в том числе:	%	22,50%	18,99%	14,03%	11,60%	11,00%	11,00%	11,00%	
Ключевая ставка	%	19,50%	15,99%	11,03%	8,60%	8,00%	8,00%	8,00%	
Премия за риск	%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	
Эффективная ставка налога на прибыль	%	20,00%	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%	НК РФ
WACC	%	31,77%	28,19%	23,41%	21,06%	20,48%	20,48%	20,48%	→ 21,15% - пост WACC

Ключевые выводы

1

Опора на рынок

Не надо угадывать будущее, нужно опираться на ожидания рынка

2

Временный кризис

Нельзя прогнозировать бесконечный кризис

3

Новые методы

Кумулятивный подход для расчета R не работает

4

Переменная WACC

Расчет с переменной ставкой в текущих условиях имеет преимущества



**Когда ставки стабилизируются
– будет ЛЕГЧЕ!!!**

