

Суперпроект по предмету Финансовые институты и риски

Некредитный рейтинг акций

Выполнили:

Винокурова Ксения
Червонная Вероника
Овчинникова Мария
Томилина Анна
Люлин Дмитрий



Некредитный рейтинг акций

Обзор выбранной компании

ПАО «Северсталь»

-- Горно-металлургическая компания, создающая новые продукты и комплексные решения из стали вместе с клиентами и партнерами.

Стратегия — увеличение общей доходности акционеров

10%

Совокупный среднегодовой
темп роста цены акций с
момента начала торгов

44%

Доля продуктов с высокой
добавленной стоимостью в
портфеле продаж

32%

Рост стоимости акций за 1
полугодие 2023

339 429 млн руб

Выручка, 1 полугодие 2023

118 462 млн руб

EBITDA, 1 полугодие 2023

35%

Рентабельность по EBITDA,
1 полугодие 2023

60 050 млн руб

Свободный денежный поток,
1 полугодие 2023

-0,77

Чистый долг/EBITDA



Некредитный рейтинг акций

Методология

Качественные характеристики оценки некредитного рейтинга акций

1 Стратегический потенциал

- Устойчивость отрасли к внешним шокам (0, 0.5, 1)
- Барьеры для входа (0, 0.5, 1)
- Стратегическое обеспечение (0, 0.5, 1)
- Качество риск-менеджмента (0, 0.5, 1)
- Конкурентные преимущества (0, 0.5, 1)

= 40%

2 Защита прав акционеров

- Исполнение налогового и финансового законодательства (0, 0.5, 1)
- Руководство положениями корпоративного законодательства и (или) законодательства о рынке ценных бумаг (0, 0.5, 1)
- Динамика судебных споров, где эмитент выступал в качестве ответчика (0, 0.5, 1)
- Штрафы, связанные с нарушением корпоративного законодательства и/или законодательства о рынке ценных бумаг

= 30%

3 Качество корпоративного управления

- Условия реализации прав и интересов акционеров (0, 0.5, 1)
- Независимость совета директоров (0, 0.5, 1)
- Качество стратегического управления (0, 0.5, 1)
- Эффективность системы внутреннего контроля, аудита и управления рисками (0, 0.5, 1)
- Финансовая отчетность (0, 0.5, 1)
- Корпоративные конфликты (0, 0.5, 1)

= 30%

Субрейтинг составит 50% результат от общего некредитного рейтинга

Некредитный рейтинг акций

Стратегический потенциал



	Критерий	Пояснения	Критерии выставления оценки по показателю	
1	Устойчивость отрасли к внешним шокам	Оценка подфактора включает положение компании и релевантные бизнес-риски для определенной отрасли отрасли.	<ul style="list-style-type: none"> ЖКХ, инфраструктура, телеком, арендный бизнес, ИТ – 1 Нефтегазодобыча, розничная торговля, транспорт, химическая промышленность, ОПК, металлургия, горнодобывающий сектор, финансовый сектор – 0.5 Нефтесервис и переработка, оптовая торговля, лесная промышленность, строительство – 0 	0,5
2	Барьеры для входа	Оценивает вероятность входа в отрасль нового конкурента. Чем выше оценка, тем ниже вероятность появления нового игрока.	<ul style="list-style-type: none"> ЖКХ, инфраструктура, телеком, металлургия, ОПК, нефтегазодобыча, нефтегазопереработка, горная добыча, химическая промышленность – 1 Минеральные удобрения, нефтесервис, транспорт, оптовая торговля, строительство – 0.5 Розничная торговля, АПК, ИТ, арендный бизнес – 0 	1
3	Стратегическое обеспечение	Оценивает наличие у компании (средне-/долгосрочных) целей, наличие ключевых финансовых и операционных целей в документах раскрытия информации	<ul style="list-style-type: none"> Цели есть и они достижимы, наличие публикуемые целей в любых информационных ресурсах сроком не менее 2-х лет – 1 Основные планы компании выполняются либо есть объективные, независимые от компании, причины расхождения параметров - 0.5 Компания не публикует свои цели и/или не достигает желаемого результата более 2-х лет – 0 	1
4	Качество риск-менеджмента	Показатель относится к стресс-факторам, позволяет оценить степень хеджирования рисков для следования стратегии	<ul style="list-style-type: none"> В компании существует отдельный орган, выполняющий управление рисками – 1 Ключевые риски компании покрываются через аутсорс – надежные страховые компании – 0.5 Есть основания полагать, что компании применяет неэффективный подход к управлению рисками - 0 	1

Некредитный рейтинг акций

Стратегический потенциал



Критерий

Пояснения

Критерии выставления оценки по показателю

4

Конкурентные преимущества

Оценка подфактора рассматривает существенные конкурентные преимущества перед другими участниками данного рынка присутствия (для конкретной отрасли -

1) Диверсификация рынков сбыта (вес подкритерия 1/3):

- Рынок сбыта характеризуется крайне низкой цикличностью и высокой диверсификацией (в смежных сегментах) – 1
- Рынок сбыта характеризуется умеренной цикличностью и умеренной продуктовой диверсификацией – 0.5
- Рынок сбыта крайне цикличен, производится один вид продукции – 0

1

2) Доля продукции с высокой добавленной стоимостью (вес подкритерия 1/3):

- Высокая степень технологичности производства. Доля продукции с высокой добавленной стоимостью превышает 50% - 1
- Умеренная степень технологичности производства. Доля продукции с высокой ДС < 50% – 0.5
- Компания осуществляет базовый передел. Отсутствие производства продукции с высокой добавленной стоимостью - 0

0,5

3) Степень вертикальной интеграции (вес подкритерия 1/3):

- Компанией осуществляется полный цикл производства: от добычи и обработки сырья до производства конечной продукции. Более 70% потребности в сырье закрывается собственной ресурсной базой - 1
- Минимальная вертикальная интеграция. Менее 30% потребности в сырье закрывается собственной ресурсной базой – 0.5
- Вертикальная интеграция отсутствует - 0

1

0,83

Некредитный рейтинг акций

Защита прав акционеров



Критерий	Пояснения	Критерии выставления оценки по показателю	
1 Исполнение налогового законодательства РФ, соответствие налоговой и бухгалтерской отчетности	Критерий отражает потенциальные риски, связанные с нарушением Налогового кодекса, что может повлечь санкции против компании и негативно отразится на состоянии акционеров.	<ul style="list-style-type: none"> • Коэффициент налоговой платежной дисциплины: 0 – значение менее 0,7; 0,5 – значение от 0,7 до 0,9; 1 – значение выше 0,9 (вес подкритерия 0,5) • Динамика налоговых нарушений и, впоследствии, открытых уголовных и административных дел: 0 – множество нарушений, крупные суммы неуплат; 0,5 – присутствуют несколько нарушений; 1 – полное отсутствие нарушений (вес подкритерия 0,2) • Коэффициент налоговой нагрузки в сравнении с сопоставимыми компаниями: 0 – ниже, чем показатель по ОКВЭД; 0,5 – незначительно отличается; 1 – соответствует среднему (вес подкритерия 0,3) 	<div>1</div> <div>0,5</div> <div>0</div> <div>0,6</div>
2 Руководство положениями корпоративного законодательства и (или) законодательства о рынке ценных бумаг (Наличие и динамика количества решений о приостановлении эмиссии ценных бумаг согласно решению Банка России или регистрирующей организации за последние 3 года)	Показывает динамику эмиссии ценных бумаг и ее статуса у компании, что напрямую является интересом возможных инвесторов. Можно сказать, что критерий связан с репутацией компании в глазах акционеров.	<ul style="list-style-type: none"> • Зафиксировано 2 или более случаев приостановления эмиссии ценных бумаг или приостановка связана с существенными нарушениями законодательства (манипуляцией рынка ценных бумаг) – 0 • Была 1 приостановка эмиссии ценных бумаг, связанная с техническими причинами и не повлияла на права акционеров или повлияла не существенно – 0,5 • За последние 3 года случаев приостановления эмиссии ценных бумаг не зафиксировано – 1 	<div>0,5</div>

Некредитный рейтинг акций

Защита прав акционеров



Критерий

Пояснения

Критерии выставления оценки по показателю

3

Динамика судебных споров, где эмитент выступал в качестве ответчика

Оценивает, насколько компания «успешна» в судебных делах. Критерий отражает риски, связанные с удовлетворением судебных споров и их материальность.

- Факт наличия и динамика заявленных требований по указанным судебным спорам за последние 3 года
- 1** - судебные споры отсутствуют или их сумма меньше 1% от обязательств
- 0,5** - есть судебные споры, сумма меньше 5% от обязательств
- 0** - значительные судебные споры, сумма больше 5% от обязательств

1

4

Штрафы, связанные с нарушением корпоративного законодательства и (или) законодательства о рынке ценных бумаг

Оценка дает данные о штрафах, об их материальности.

- Факт наличия и динамика штрафов (тыс. руб.) по указанным основаниям за последние 3 года
- 1** - судебные споры отсутствуют или их сумма меньше 1% от обязательств
- 0,5** - есть судебные споры, сумма меньше 5% от обязательств
- 0** - значительные судебные споры, сумма больше 5% от обязательств

1

Некредитный рейтинг акций

Качество корпоративного управления



	Критерий	Пояснения	Критерии выставления оценки по показателю	
1	Равные и справедливые условия реализации прав и интересов акционеров	Оценивается насколько компания обеспечивает равные права всем акционерам и доступность к участию в общем собрании. Проверяется, нет ли механизмов, которые могут привести к искусственному перераспределению контроля.	<ul style="list-style-type: none"> Акционеры имеют равные права, доступ к участию в общем собрании и полному пакету документов заранее. Акционеры могут вносить предложения, выдвигать кандидатов и голосовать разными способами – 1 Некоторые ограничения в правах участия в собраниях и голосованиях, в доступе к информации. Участие акционеров в формировании повестки ограничено – 0,5 Возможности участия в собрании у акционеров нет, голосование непрозрачное, права акционеров нарушаются и их предложения не учитываются. Квази-казначейские акции могут участвовать в принятии решений – 0 	1
2	Независимость совета директоров	Критерий определяется по наличию в составе компании достаточной доли независимых директоров, их регулярной переоценке и способности действовать в интересах всех акционеров.	<ul style="list-style-type: none"> В совете директоров не менее 1/3 независимых членов, их независимость ежегодно проверяется. Работает комитет по номинациям, где большинство – независимые директора. Независимые члены реально участвуют в стратегических решениях – 1 Число независимых директоров меньше 1/3, но они присутствуют их влияние ограничено. Оценка независимости проводится нерегулярно – 0,5 Совет директоров либо не включает независимых членов, либо их доля формальна. Независимые директора зависят от мажоритарных акционеров и не влияют на стратегические решения. – 0 	1
3	Качество стратегического управления	Анализируется процесс разработки и утверждения стратегического плана компании. Оценивается его детализация, наличие четких финансовых прогнозов. Важным аспектом является регулярный пересмотр стратегии, контроль за её исполнением.	<ul style="list-style-type: none"> Компания имеет утвержденную стратегию с детализированными финансовыми прогнозами на 3 года. Совет директоров регулярно пересматривает и контролирует её выполнение, а информация раскрывается акционерам – 1 Стратегия формально утверждена, но недостаточно детализирована или пересматривается нерегулярно. Отчетность о ходе реализации стратегии представляется выборочно – 0,5 Стратегия отсутствует. Финансовые прогнозы и KPI не определены, информация для акционеров не раскрывается – 0 	0,5

Некредитный рейтинг акций

Качество корпоративного управления



	Критерий	Пояснения	Критерии выставления оценки по показателю	
4	Эффективность системы внутреннего контроля, аудита и управления рисками	Изучается функционирование системы внутреннего контроля, наличие комитета по аудиту и его эффективность. Рассматривается, как компания идентифицирует и управляет рисками, проводятся ли регулярные проверки.	<ul style="list-style-type: none"> Система внутреннего контроля формализована, действует комитет по аудиту с независимыми членами. Управление рисками структурировано, аудит проводится регулярно, а его результаты внедряются. Информация раскрывается публично – 1 Контрольная система функционирует, но имеет слабые места. Комитет по аудиту работает, но не достаточно эффективен. Аудит проводится нерегулярно, управление рисками недостаточно системно. Информация раскрывается выборочно – 0,5 Система контроля формальна или отсутствует. Комитет по аудиту не работает или номинален. Управление рисками не структурировано, аудит проводится редко или не влияет на решения. Данные для акционеров недоступны – 0 	1
5	Финансовая отчетность и её прозрачность	Рассматривается качество и регулярность финансовой отчетности и публикуется ли она в соответствии с МСФО. Привлекаются ли к аудиту компании из числа ведущих международных организаций и содержит ли отчетность замечания.	<ul style="list-style-type: none"> Компания раскрывает финансовую отчетность по международным стандартам (МСФО) не реже, чем раз в полгода. Все ключевые финансовые показатели публикуются в открытом доступе. Аудит проводит независимая аудиторская компания из ТОП-10, а отчетность не содержит значительных замечаний – 1 Финансовая отчетность публикуется, но с задержками или не в полном объеме. Раскрытие информации ограничено. Аудитор привлекается, но не всегда из числа крупнейших компаний. В отчетности небольшие замечания – 0,5 Компания не раскрывает финансовую отчетность или делает это формально. Аудит либо отсутствует, либо проводится аффилированными структурами. В отчетности есть серьезные замечания – 0 	1
6	Корпоративные конфликты	Изучается наличие и частота корпоративных конфликтов, споров между акционерами. Оценивается, есть ли у компании механизмы для их урегулирования.	<ul style="list-style-type: none"> Корпоративные конфликты отсутствуют или эффективно разрешаются. Компания имеет прозрачные механизмы урегулирования споров. Нет серьезных судебных разбирательств – 1 Фиксировались корпоративные конфликты, но они незначительные и решаются в разумные сроки. Механизмы урегулирования есть, но их эффективность ограничена – 0,5 Частые корпоративные конфликты, серьезные разногласия между акционерами или менеджментом. Нет механизмов урегулирования споров или они не работают – 0 	0,5

Некредитный рейтинг акций

Результаты выбранной компании



Северсталь

Итог качественного субрейтинга

4,16 из 5

Некредитный рейтинг акций

Расчет FCFE & WACC

Этапы подготовки:

- 1 Определение экономического рва компании (расчет доходности капитала и его стоимости)
- 2 Формирование детального прогноза в течение 5 лет
- 3 Менее детальный прогноз на период в зависимости от объема экономического рва (5-15 лет)
- 4 Дисконтирование свободных денежных потоков на трех этапах

Некредитный рейтинг акций

Работа с финансовой моделью

Severstal WACC												
Metric	ед. изм.	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Доходность ОФЗ 10 лет	%%	9.65%	11.30%	8.80%	7.80%	7.90%	7.45%	6.15%	7.34%	10.10%	11.54%	15.00%
Рыночная доходность (IMOEX)	%%	-2.08%	20.82%	31.76%	-5.80%	10.34%	29.50%	8.91%	14.98%	15.79%	15.79%	15.79%
Beta coef	%%	61.49%	61.49%	61.49%	61.49%	61.49%	61.49%	61.49%	61.49%	61.49%	61.49%	61.49%
Стоимость капитала	%%	2.44%	17.15%	22.92%	-0.56%	9.40%	21.01%	7.85%	12.04%	13.60%	14.15%	15.48%
Стоимость долга	%%						4.52%	5.11%	7.92%	8.09%	7.70%	23.52%
Рыночная капитализация	млн руб						785 445	1 105 454	1 345 209	753 780	1 171 466	1 094 061
Балансовая стоимость долга	млн руб						164 139	192 991	134 915	101 587	163 105	108 503
WACC	%%						18.00%	7.29%	11.52%	12.75%	13.18%	16.60%

16,6 %
WACC

Damodaran	Full	Mixed
https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/wacc.html		
Beta coef	1.02	
Cost of equity	9.01%	15.48%
Share of equity	85.65%	85.65%
Cost of debt	4.81%	23.52%
Share of debt	14.35%	14.35%
WACC	8.4%	16.6%

- Достаточно высокий уровень стоимости капитала
- С 2021 по настоящее время заметен рост WACC, что явно связано с ростом доходности ОФЗ
- Beta говорит о средней рыночной волатильности
- Доля собственного капитала выше 80%, что означает консервативную структуру финансирования

Некредитный рейтинг акций

Работа с финансовой моделью

1 325 867 млн руб – Enterprise Value (EV)

1 345 935 млн руб – Equity value

837,12 млн – акций в обращении

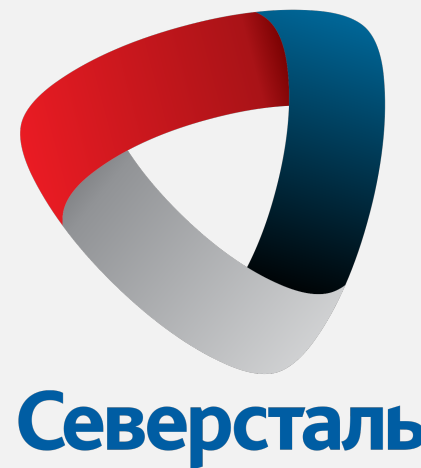
$$\frac{1\,345\,935}{837,12} = 1\,607 \text{ руб}$$

цена за акцию

1 607 > **1 279,6**

Прогнозируемая
цена за акцию

Фактическая
цена за акцию



Некредитный рейтинг акций

Стресс тестирование финансовой модели

После построения финансовой модели компании с учетом экономического рва, проведем стресс-тестирование.

Возможные сценарии:

- Рост цен на сырье
- Снижение спроса на сталь
- Мировые экономические кризисы
- Валютные риски
- Геополитические риски

Оценка неопределенности по методологии Банка России:

Аналитики проводят оценку неопределенности FVE путем **стресс-тестирования** ключевых предположений (предпосылок) финансовой модели. По итогам стресс-тестирования рассчитывается **коэффициент вариации** FVE, по значению которого определяется степень неопределенности (UL) (низкая, умеренная, высокая, очень высокая, экстремальная)

$$V = \frac{\sigma_{FVE}}{M_{FVE}} * 100\%$$

σ_{FVE} – среднеквадратическое отклонение прогноза FVE по результатам стресс-тестирования

M_{FVE} – среднее значение FVE по результатам стресс-тестирования

Градации неопределенности: <10% - низкая неопределенность, (10%; 20%] - умеренная неопределенность, (20%; 33%] - высокая неопределенность, от (33%;50%] - очень высокая неопределенность, <50% - экстремальная неопределенность

Некредитный рейтинг акций

Стресс тестирование финансовой модели

Формулы для оценки цены акции:

Цена акции,
рассчитанная
в DCF модели

Курс рубля стресс

Курс рубля база

×

0.15

+

Цена на сталь стресс

Цена на сталь база

×

0.35

+

Инфляция стресс

Инфляция база

×

0.15

+

Ставка ЦБ стресс

Ставка ЦБ база

×

0.1

+

Рост производства стресс

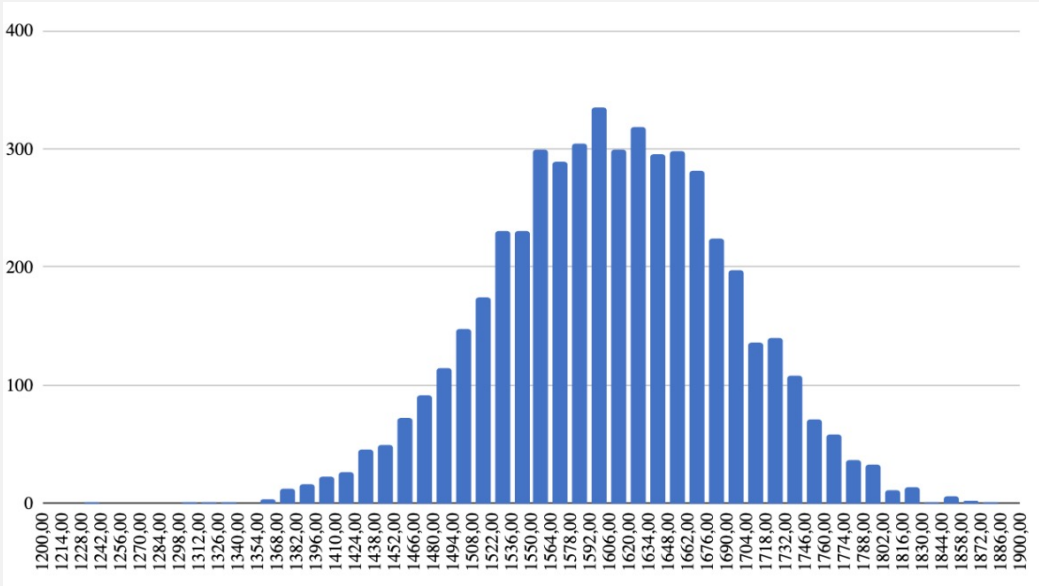
Рост производства база

×

0.25

5 000 генераций по каждому фактору => 5 000 разных сценариев изменения цены акции

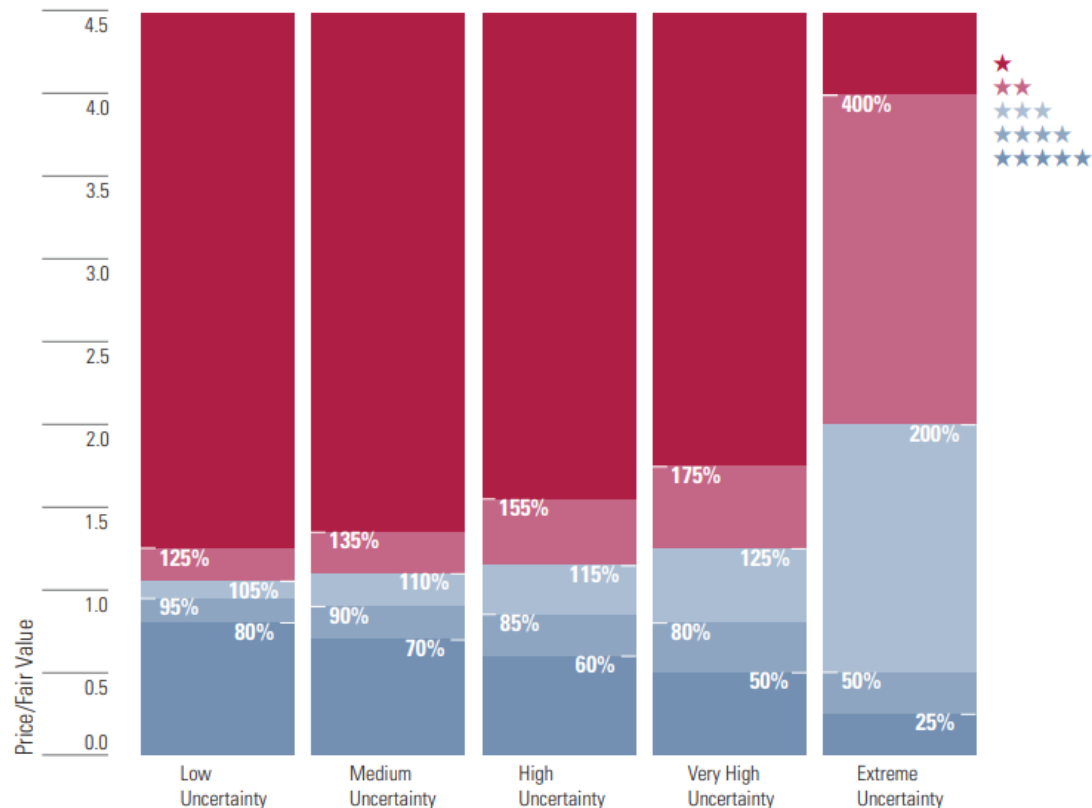
Средняя цена акции:	1606,91
Стандартное отклонение:	84,51
Минимальная цена:	1229,15
Максимальная цена:	1882,26
Медиана:	1607,76
Коэффициент вариации:	0,05



Некредитный рейтинг акций

Формирование итогового рейтинга

Exhibit 4 Morningstar Equity Research Star Rating Methodology



Оценка рейтинга акций по методологии Morningstar

Некредитный
рейтинг акций

=

Суб-рейтинг
стратегического
потенциала, защиты
прав акционеров и
качества
корпоративного
управления

×

Суб-рейтинг
справедливой
стоимости
акций

Финальный рейтинг по методологии Банка России

FCFE=FCFF–Процентные выплаты×(1–Ставка налога)+Новые заимствования–Погашение долга

Где:

- FCFF – свободный денежный поток для фирмы (Free Cash Flow to Firm),
- Процентные выплаты – сумма процентных выплат по долгу,
- Ставка налога – корпоративная ставка налогообложения,
- Новые заимствования – сумма привлеченного долга,
- Погашение долга – сумма выплаченного долга.

WACC=(E+DE×re)+(E+DD×rd×(1–t))

Где:

- EE – рыночная стоимость собственного капитала (equity),
- DD – рыночная стоимость заемного капитала (debt),
- rere – стоимость собственного капитала (обычно рассчитывается через CAPM: $re = rf + \beta \times (rm - rf)$),
- rdrd – стоимость долга (эффективная ставка по заемным средствам),
- tt – ставка налога на прибыль.

Некредитный рейтинг акций

Финальные результаты

Промежуточные результаты:

4,16 – значение качественного суб-рейтинга

4 – значение суб-рейтинг справедливой стоимости акций

0,82 – price / fair value

0,05 – коэффициент вариации

4 ★★★★★

по
методологии
Morningstar

Расчет по методологии Банка России:

$$\sqrt{4,16 \times 4} = 4,08$$



Северсталь

4,08

Приложение. Анализ конкурентных компаний

ММК, НЛМК, Мечел



Критерий/компания	Северсталь	ММК	НЛМК	Мечел
1) Диверсификация рынков сбыта (вес подкритерия 1/3):	1	0,5	0,5	0,5
2) Доля продукции с высокой добавленной стоимостью (вес подкритерия 1/3):	0,5	0,5	0,5	0,5
3) Степень вертикальной интеграции (вес подкритерия 1/3):	1	0,5	1	1
Итог	0,83	0,5	0,67	0,67