

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"> <li>ЖКХ, инфраструктура, телеком, арендный бизнес, ИТ – 1</li> <li>Нефтегазодобыча, розничная торговля, транспорт, химическая промышленность, ОПК, металлургия, горнодобывающий сектор, финансовый сектор – 0.5</li> <li>Нефтесервис и переработка, оптовая торговля, лесная промышленность, строительство – 0</li> </ul>  | 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"> <li>ЖКХ, инфраструктура, телеком, металлургия, ОПК, нефтегазодобыча, нефтегазопереработка, горная добыча, химическая промышленность – 1</li> <li>Минеральные удобрения, нефтесервис, транспорт, оптовая торговля, строительство – 0.5</li> <li>Розничная торговля, АПК, ИТ, арендный бизнес – 0</li> </ul>   | 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"> <li>Цели есть и они достижимы, наличие публикуемые целей в любых информационных ресурсах сроком не менее 2-х лет – 1</li> <li>Основные планы компании выполняются либо есть объективные, независимые от компании, причины расхождения параметров - 0.5</li> <li>Компания не публикует свои цели и/или не достигает желаемого результата более 2-х лет – 0</li> </ul> | 1   |
| 4 | Качество риск-менеджмента            | Показатель относится к стресс-факторам, позволяет оценить степень хеджирования рисков для следования стратегии                                | <ul style="list-style-type: none"> <li>В компании существует отдельный орган, выполняющий управление рисками – 1</li> <li>Ключевые риски компании покрываются через аутсорс – надежные страховые компании – 0.5</li> <li>Есть основания полагать, что компании применяет неэффективный подход к управлению рисками - 0</li> </ul>   | 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"> <li>• 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)</li> <li>• 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)</li> <li>• 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)</li> </ul> | <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"> <li>• Зафиксировано 2 или более случаев приостановления эмиссии ценных бумаг или приостановка связана с существенными нарушениями законодательства (манипуляцией рынка ценных бумаг) – 0</li> <li>• Была 1 приостановка эмиссии ценных бумаг, связанная с техническими причинами и не повлияла на права акционеров или повлияла не существенно – 0,5</li> <li>• За последние 3 года случаев приостановления эмиссии ценных бумаг не зафиксировано – 1</li> </ul>   | 0,5   |

# 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"> <li>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 – <b>1</b></li> <li>Некоторые ограничения в правах участия в собраниях и голосованиях, в доступе к информации. Участие акционеров в формировании повестки ограничено – <b>0,5</b></li> <li>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 – <b>0</b></li> </ul> | <b>1</b>   |
| 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"> <li>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 – <b>1</b></li> <li>Число независимых директоров меньше 1/3, но они присутствуют их влияние ограничено. Оценка независимости проводится нерегулярно – <b>0,5</b></li> <li>Совет директоров либо не включает независимых членов, либо их доля формальна. Независимые директора зависят от мажоритарных акционеров и не влияют на стратегические решения. – <b>0</b></li> </ul>     | <b>1</b>   |
| 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"> <li>Компания имеет утвержденную стратегию с детализированными финансовыми прогнозами на 3 года. Совет директоров регулярно пересматривает и контролирует её выполнение, а информация раскрывается акционерам – <b>1</b></li> <li>Стратегия формально утверждена, но недостаточно детализирована или пересматривается нерегулярно. Отчетность о ходе реализации стратегии представляется выборочно – <b>0,5</b></li> <li>Стратегия отсутствует. Финансовые прогнозы и KPI не определены, информация для акционеров не раскрывается – <b>0</b></li> </ul>  | <b>0,5</b> |



# 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"> <li>Система внутреннего контроля формализована, действует комитет по аудиту с независимыми членами. Управление рисками структурировано, аудит проводится регулярно, а его результаты внедряются. Информация раскрывается публично – <b>1</b></li> <li>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 – <b>0,5</b></li> <li>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 – <b>0</b></li> </ul>           | <b>1</b>   |
| 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"> <li>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 – <b>1</b></li> <li>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 – <b>0,5</b></li> <li>Компания не раскрывает финансовую отчетность или делает это формально. Аудит либо отсутствует, либо проводится аффилированными структурами. В отчетности есть серьезные замечания – <b>0</b></li> </ul> | <b>1</b>   |
| 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"> <li>Корпоративные конфликты отсутствуют или эффективно разрешаются. Компания имеет прозрачные механизмы урегулирования споров. Нет серьезных судебных разбирательств – <b>1</b></li> <li>Фиксировались корпоративные конфликты, но они незначительные и решаются в разумные сроки. Механизмы урегулирования есть, но их эффективность ограничена – <b>0,5</b></li> <li>Частые корпоративные конфликты, серьезные разногласия между акционерами или менеджментом. Нет механизмов урегулирования споров или они не работают – <b>0</b></li> </ul>  | <b>0,5</b> |

# 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  |
|---|--------|--------|
| <a href="https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/wacc.html">https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/wacc.html</a> |        |        |
| 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

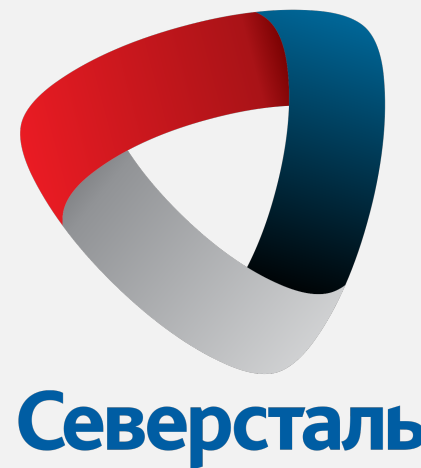
$$\frac{1\,345\,935}{837,12} = 1\,607 \text{ руб}$$

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)

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

$\sigma_{FVE}$  – 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

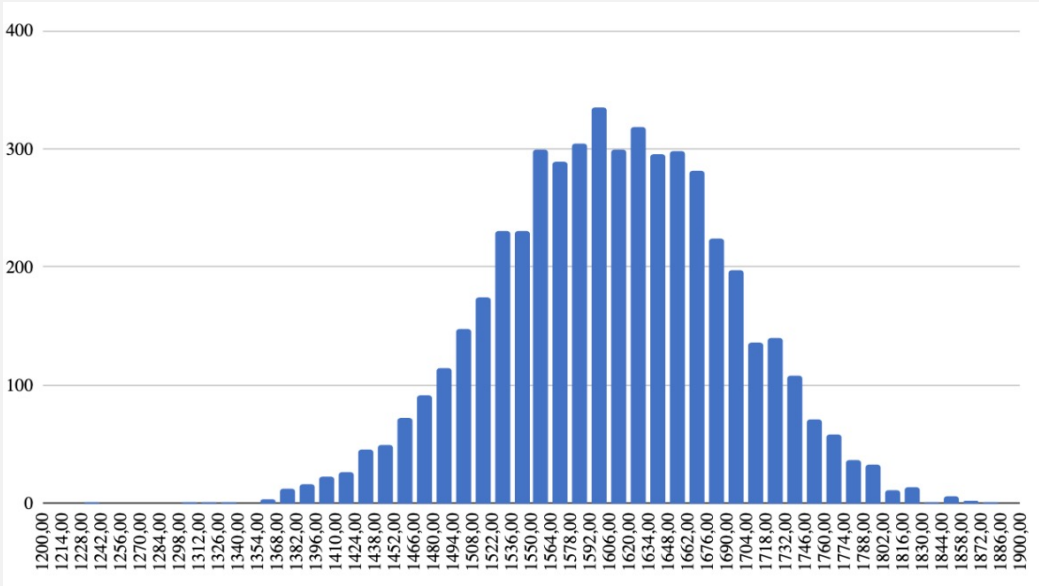
Рост производства база

×

0.25

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

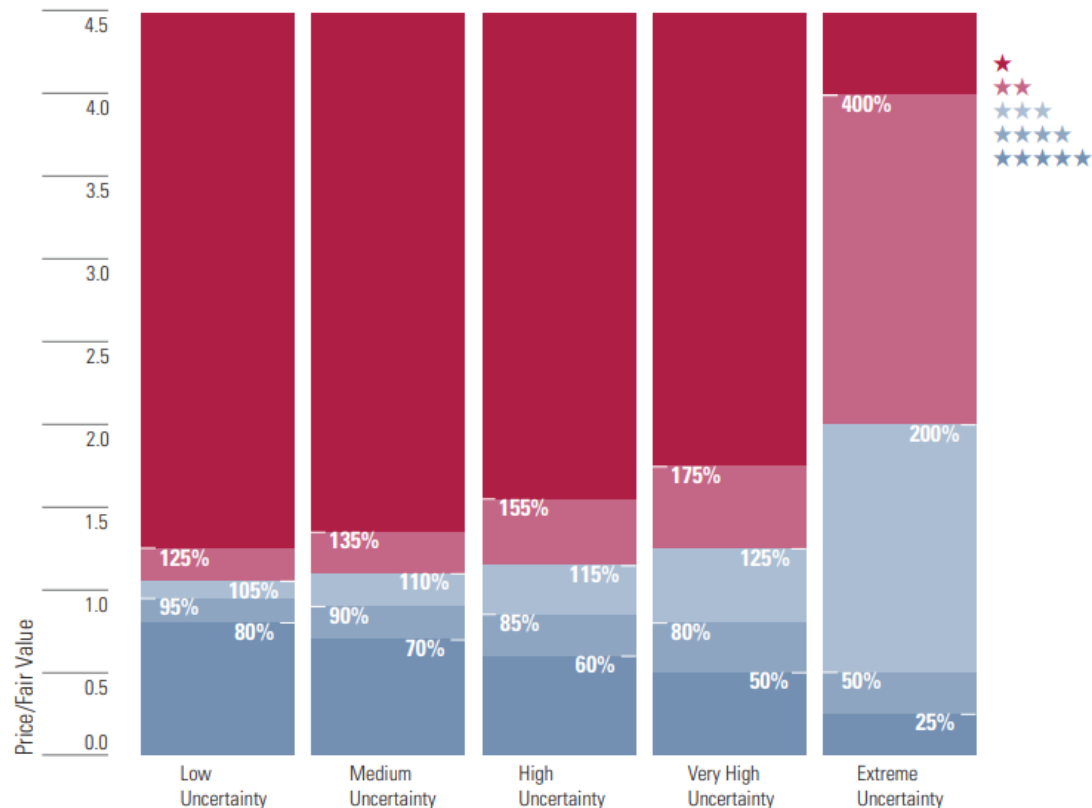
|                         |         |
|-------------------------|---------|
| Средняя цена акции:     | 1606,91 |
| Стандартное отклонение: | 84,51   |
| Минимальная цена:       | 1229,15 |
| Максимальная цена:      | 1882,26 |
| Медиана:                | 1607,76 |
| Коэффициент вариации:   | 0,05  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



# 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  |