

Проект методологии

присвоения некредитных рейтингов акциям

(проект опубликован 11.07.2025 г.)

Рейтинговое агентство НКР публикует проект методологии для сбора комментариев участников рынка и иных заинтересованных лиц. Все полученные замечания будут рассмотрены перед подготовкой итогового текста методологии и его утверждением на заседании методологического комитета.

Комментарии к проекту методологии можно направлять до 25 июля 2025 года включительно по адресу stanislav.volkov@ratings.ru.

Содержание

Список терминов и сокращений	3
Область применения	3
Источники информации	4
Порядок присвоения рейтинга	5
Основные этапы	5
Шкала рейтингов акций.....	6
Количественная оценка потенциальной доходности.....	7
Защита прав инвесторов	16
Дополнительные экспертные корректировки	24

Список терминов и сокращений

ККУ	Кодекс корпоративного управления
Методология	в настоящем документе означает Методологию присвоения некредитных рейтингов акциям
МСФО	Международные стандарты финансовой отчётности
НКР, агентство	общество с ограниченной ответственностью «Национальные Кредитные Рейтинги»
ОДДС	отчёт о движении денежных средств
РСБУ	Российские стандарты бухгалтерского учёта
СД	совет директоров или аналогичный орган (например, наблюдательный совет)
DCF	метод дисконтированных денежных потоков (discounted cash flow)
РЦ	расчётная цена акции

Область применения

Данная методология (далее — «Методология») общества с ограниченной ответственностью «Национальные Кредитные Рейтинги» (далее — «агентство» или «НКР») предназначена для присвоения некредитных рейтингов акциям российских эмитентов (далее — «эмитент»).

Некредитный рейтинг акций (далее - рейтинг) является мнением НКР относительно справедливой расчётной стоимости акционерного капитала и представляет собой количественную оценку степени расхождения между расчётной и текущей рыночной (биржевая котировка для листингованных компаний) стоимостью акционерного капитала (капитализации) эмитента с учетом дивидендной доходности, с поправками на качественные факторы (Защита прав инвесторов, Экспертные корректировки), в значительной степени характеризующие наличие условий для раскрытия потенциала сближения текущей и рыночной стоимости в силу параметров корпоративного управления, ликвидности бумаги, особенностей восприятия инвесторами привлекательности бумаги.

Рейтинг основывается на оценке ожидаемой (forward-looking) стоимости акционерного капитала. Рейтинговая оценка стоимости акции не является инвестиционной рекомендацией по заключению сделок с акциями, и инвестору следует учитывать, что приближение текущей стоимости акции к расчётной стоимости может происходить на неопределённом горизонте.

Рейтинги акций являются публичными, их присвоение включает размещение в открытом доступе символьного обозначения рейтинга, краткого пресс-релиза и аналитического отчёта об эмитенте. Символьное обозначение и пресс-релиз раскрываются не реже 2 раз в год, аналитический отчёт — не реже 1 раза в год (публикация нескольких аналитических отчётов в течение года возможна, например, в случае резких изменений в деятельности эмитента).

Никакие заключения, сделанные на основании частичного применения данной Методологии, не могут быть использованы для присвоения или подтверждения некредитного рейтинга акций. Итоговое заключение о некредитном рейтинге акций может быть

сформировано только с учётом анализа всех сформулированных в данной Методологии факторов.

Данная Методология подлежит обязательному пересмотру в срок не позднее 1 года с даты утверждения/последнего пересмотра применяемой Методологии. Применение настоящей Методологии носит непрерывный характер и осуществляется вплоть до утверждения новой редакции методологическим комитетом агентства.

При обнаружении в данной Методологии ошибок, которые повлияли или могут повлиять на некредитные рейтинги, агентство анализирует и пересматривает её в соответствии с установленными в агентстве процедурами. Если выявленные в Методологии ошибки оказывают влияние на ранее присвоенные некредитные рейтинги, агентство раскрывает данную информацию на официальном сайте по адресу <https://www.ratings.ru>.

Источники информации

При присвоении некредитных рейтингов акций агентство может использовать указанные в перечне ниже источники информации. Отсутствие какой-либо значимой информации может рассматриваться агентством как основание для применения консервативных оценок либо для отказа от присвоения рейтинга.

- анкета по форме агентства;
- устав в действующей редакции;
- данные, полученные в ходе встреч с представителями эмитента;
- схема действующей организационной структуры эмитента;
- схема структуры собственности эмитента (с указанием основных бенефициаров) на последнюю отчётную дату и за 2 предыдущих года;
- заверенная аудитором годовая консолидированная (неконсолидированная) отчётность по МСФО (включая заключение аудитора и примечания к отчётности) за последние 3 года;
- квартальная/полугодовая отчётность эмитента по МСФО (с примечаниями) за последние 3 года;
- заверенная аудитором годовая отчётность эмитента по РСБУ (включая примечания и расшифровки к отчётности) за последние 3 года. В случае отсутствия аудиторского заключения — заверенная уполномоченным лицом эмитента копия отчётности с отметкой налоговых органов;
- перечень компаний, входящих в одну группу компаний с эмитентом, с кратким описанием бизнес-роли каждой компании и схемой товарно-денежных потоков внутри группы компаний;
- документы, регламентирующие корпоративное управление (включая акционерные соглашения и иные аналогичные документы) и управление рисками;
- документы, определяющие стратегию развития;
- информация, раскрываемая Банком России и правительством Российской Федерации;

- официальные данные статистических служб и наднациональных структур, отраслевых ассоциаций;
- информация из СМИ и других открытых источников;
- макроэкономические, отраслевые прогнозы, прочие исследования и оценки агентства;
- иная информация, которая, по мнению агентства, является существенной для проведения оценки в ходе присвоения или подтверждения некредитного рейтинга акций.

В случае недостаточности информации для применения настоящей Методологии, а также в случае, если агентство рассматривает предоставленную информацию как недостоверную, агентство отказывается от присвоения рейтинга или отзывает присвоенный рейтинг. Основным критерием достаточности информации является возможность осуществления полноценного анализа акции по ключевым факторам (этапам) Методологии. Если имеющаяся информация позволяет провести оценку ключевых факторов Методологии, но её слабая детализация снижает точность прогнозов и суждений аналитиков, агентство, как правило, применяет более консервативные предпосылки при оценке денежных потоков эмитента.

Порядок присвоения рейтинга

Основные этапы

Некредитный рейтинг акции представляет собой сумму оценок, полученных в ходе количественного и качественного анализа.

На первом этапе аналитики оценивают потенциальную доходность, определяемую соотношением рыночной цены акции к её РЦ и дивидендной доходностью, в соответствии с алгоритмами, описанными в разделе «Количественная оценка потенциальной доходности».

На втором этапе оценка потенциала роста цены корректируется с учётом качества корпоративного управления компании в соответствии с алгоритмом, приведённым в одноимённом разделе.

На третьем этапе при необходимости применяются **дополнительные экспертные корректировки**. Они призваны отразить влияние тех факторов, которые могут обусловить значительные (не менее 20%) колебания цены акции с учётом её ликвидности, осуществлении обратного выкупа акций, колебаний free-float, макроэкономических параметров, изменений в налоговом и ином регулировании и иных обстоятельств. Описания этих корректировок и подходы к оценке их влияния приведены в соответствующем разделе.

Шкала рейтингов акций

Рейтинговая шкала—содержит пять ступеней (категорий рейтинга), которые обозначаются символами от * (наименьшая оценка) до ***** (наибольшая оценка):

- ***** Высокий потенциал роста
- **** Умеренный потенциал роста
- *** Сбалансированная стоимость
- ** Умеренный потенциал снижения
- * Высокий потенциал снижения

Таблица 1. Матрица вариантов получения рейтинга

Комбинации факторов		#1: Доходность		#2: Защита прав инвесторов	#3: Экспертная корректировка	Итоговый балл	Рейтинг
		диапазон	базовый балл				
1	1	(40%;∞%)	5	0	0	5	*****
2	2	(40%;∞%)	5	-1	1	5	
3	3	(20%;40%)	4	0	1	5	
4	1	(40%;∞%)	5	0	-1	4	
5	2	(40%;∞%)	5	-1	0	4	****
6	3	(40%;∞%)	5	-2	1	4	
7	4	(20%;40%)	4	0	0	4	
8	5	(20%;40%)	4	-1	1	4	
9	6	(0%;20%)	3	0	1	4	
10	1	(40%;∞%)	5	-1	-1	3	
11	2	(40%;∞%)	5	-2	0	3	
12	3	(20%;40%)	4	0	-1	3	***
13	4	(20%;40%)	4	-1	0	3	
14	5	(20%;40%)	4	-2	1	3	
15	6	(0%;20%)	3	0	0	3	
16	7	(0%;20%)	3	-1	1	3	
17	8	(-15%;0%)	2	0	1	3	
18	1	(20%;40%)	5	-2	-1	2	
19	2	(20%;40%)	4	-1	-1	2	
20	3	(20%;40%)	4	-2	0	2	**
21	4	(0%;20%)	3	-1	0	2	
22	5	(0%;20%)	3	0	-1	2	
23	6	(0%;20%)	3	-2	1	2	
24	7	(-15%;0%)	2	0	0	2	
25	8	(-15%;0%)	2	-1	1	2	
26	9	[-100%;-15%]	1	0	1	2	
27	1	(0%;20%)	4	-2	-1	1	
28	2	(0%;20%)	3	-1	-1	1	
29	3	(0%;20%)	3	-2	1	2	*
30	4	(-15%;0%)	2	-1	0	1	
31	5	(-15%;0%)	2	0	-1	1	
32	6	(-15%;0%)	2	-2	1	1	
33	7	[-100%;-15%]	1	0	0	1	
34	8	[-100%;-15%]	1	-1	1	1	

Итоговый балл не может быть больше 5 и меньше 1. При превышении 5 баллов в результате агрегирования компонентов рейтинга итоговая оценка приравнивается к максимально возможной — 5 баллов (один случай). При нулевом или отрицательном значении по итогам агрегирования (10 случаев) итоговая оценка приравнивается к минимально возможной — 1 балл.

Количественная оценка потенциальной доходности

Базовые подходы к оценке потенциальной доходности

Количественная оценка потенциальной доходности формируется в зависимости от ожидаемой возможности изменения текущей рыночной цены акции до расчётной цены, полученной на основе фундаментального анализа (прежде всего, на основе метода дисконтированных денежных потоков, DCF) и дивидендной доходности, которую может получить инвестор до конца соответствующего календарного года.

Потенциальная доходность рассчитывается по формуле:

$$R = \frac{CP + D_1}{P_0}$$

где:

CP (calculated price) — Расчётная Цена акции

D_1 — дивиденд на 1 акцию, ожидаемый в периода между присвоением рейтинга и концом соответствующего календарного года

P_0 — рыночная цена акции при присвоении рейтинга.

В таблице ниже приведены диапазоны возможного изменения цены для каждой из пяти категорий оценки потенциальной доходности.

Таблица 2. Балльная оценка потенциальной доходности

Балльная оценка	Диапазоны значений потенциальной доходности
5	(40%; +∞)
4	(20%;40%]
3	(0%;20%]
2	(-15%;0%]
1	[-100%; -15%]

Пять категорий оценки потенциала роста имеют обозначение от 1 (наименьшая оценка) до 5 (наибольшая оценка).

Алгоритм вычисления РЦ.

Оценка РЦ по методу DCF предполагает 4 шага:

- 1. прогнозирование денежных потоков эмитента;
- 2. оценка ставки дисконтирования;

- 3. расчёт приведённой стоимости прогнозных потоков и терминальной стоимости;
- 4. Финальная калькуляция расчётной цены;

Формулы метода DCF (приведения денежного потока, расчет терминальной стоимости) универсальны, однако могут применяться различные подходы для расчёта используемого свободного денежного потока: на бизнес компании в целом (Free Cash Flow to the Firm/ FCFF) или на акционерный капитал (Free Cash Flow to Equity / FCFE). Последний чаще применяется при оценке эмитентов финансового сектора, а также в случаях значительного изменения чистого долга эмитента в краткосрочной перспективе, что может сильно влиять на оценку в зависимости от выбранного календарного периода.

Таблица 3. Отличия этапов определения РЦ в зависимости от типа FCF

Параметр/этап DCF	FCFF	FCFE
Базовая формула FCF	$EBIT \cdot (1-T) + D\&A - Capex - \Delta WC$	$FCFF - Ints \cdot (1-T) + \Delta Debt - DivPrefs$
Ставка дисконтирования	WACC	CoE
Результат расчёта приведённой стоимости прогнозных потоков и терминальной стоимости	Enterprise Value (EV)	Equity Value

Более подробно параметры, указанные в таблице 3, описаны далее.

1. Прогнозирование денежных потоков

Исходные данные.

При прогнозировании денежных потоков НКР использует прогнозную финансовую модель эмитента, однако корректирует её значения (например, в случае признания нереалистичными предпосылок, лежащих в основе прогнозов эмитента). Указанная выше финансовая модель эмитента должна иметь прогнозный горизонт не менее 36 месяцев (в случае горизонта менее 36 месяцев возможен отказ от присвоения рейтинга). В целях ограничения влияния корректировок на количественную оценку потенциала роста НКР стремится получать у эмитентов прогнозные финансовые модели с горизонтом не менее 60 месяцев.

Дополнительно аналитики НКР могут удлинять прогнозный горизонт полученной от эмитента финансовой модели (обычно в пределах 10 лет), чтобы терминальная стоимость составляла не более 2/3 от Enterprise Value / Equity Value.

Указанная выше прогнозная финансовая модель должна содержать данные для расчёта свободного денежного потока (FCF) и прогнозную динамику ключевых балансовых статей.

В качестве первого шага необходимо определить будущие свободные денежные потоки (FCF) эмитента.

1.1 Базовая формула расчёта FCF для компании (FCFF):

$$FCFF = EBIT \times (1 - T) + \text{Амортизация} - \text{CapEx} - \text{Изменение оборотного капитала}$$

где:

EBIT — операционная прибыль до процентов и налогов,

T — эффективная ставка налога на прибыль (*tax rate*),

CapEx — капиталовложения.

Изменение оборотного капитала рассчитывается следующим образом:

- в случае использования эмитентом косвенного метода составления отчёта о движении денежных средств (ОДДС): сумма указанных в ОДДС изменений составляющих оборотного капитала берётся с противоположным знаком;
- в случае использования прямого метода составления ОДДС:
 - увеличение/(уменьшение) дебиторской задолженности
 - + увеличение/(уменьшение) запасов
 - + увеличение/(уменьшение) прочих оборотных активов в составе оборотного капитала
 - + уменьшение/(увеличение) кредиторской задолженности
 - + уменьшение/(увеличение) прочих краткосрочных обязательств в составе оборотного капитала
 - увеличение/(уменьшение) оборотного капитала из-за учёта покупки/продажи дочерних организаций

1.2 Базовая формула расчёта FCF на акционерный капитал (FCFE):

$$FCFE = FCFF - \text{Int} \times (1 - T) + \text{NDC} - \text{Dp}$$

где:

FCFF — свободный денежный поток для компании

Int — процентные расходы по долгу,

T — эффективная ставка налога на прибыль (*tax rate*),

NDC — чистое изменение долга,

Dp — выплаты по привилегированным акциям.

1.3 Особенности расчёта для финансовых институтов

Оценка финансовых институтов имеет особенности в части расчёта денежных потоков, который принимает во внимание способность фининститутов создавать стоимость на основе своего баланса. Оценка осуществляется на основе анализа:

- отчёта о прибылях и убытках (денежный поток от основной деятельности),
- баланса организации (создание стоимости на основе работы с ключевыми активными и пассивными статьями).

Расчёт свободного денежного потока на акции для банков и других финансовых институтов имеет в своей основе чистую прибыль, но требует корректировки на отдельные статьи, например, изменения резервов под обесценение активов и движение регулятивного капитала. В отличие от нефинансовых компаний, где операционный денежный поток

формируется через EBITDA, у банков важным показателем является сумма чистого процентного дохода и чистого комиссионного дохода.

При работе с балансом, например, прирост депозитов и эмиссия долговых ценных бумаг рассматриваются как источники фондирования, тогда как наращивание кредитного портфеля и выкуп собственных облигаций рассматриваются как использование средств. Особое внимание уделяется динамике резервов и регулятивного капитала, поскольку их рост ограничивает доступный для акционеров денежный поток. При расчёте свободного денежного потока также осуществляются корректировки на иные разовые элементы, например, продажу непрофильных активов или эмиссию акций.

Оценка свободного денежного потока дисконтируется, соответственно, по ставке требуемой нормы доходности на собственный капитал. В случаях сценарного анализа проверяются сценарии стрессов ликвидности и регулятивных изменений, поскольку они напрямую влияют на способность банка генерировать свободный денежный поток.

2. Оценка ставки дисконтирования

На втором этапе для приведения будущих денежных потоков к текущей стоимости необходимо выбрать ставку дисконтирования. Ставка дисконтирования отражает требуемую доходность для инвестора.

Ставка дисконтирования соответствует дисконтируемому потоку. Основными методами расчёта ставки являются формулы WACC и CoE.

2.1 Расчёт WACC

WACC (Weighted Average Cost of Capital) – средневзвешенная стоимость капитала, которая учитывает стоимость собственного капитала и долговых обязательств компании. Использование WACC позволяет учитывать как риск собственного капитала, так и выгоду от налогового щита по долгу.

Базовая формула выглядит следующим образом:

$$WACC = \frac{E}{V} \times Re + \frac{D}{V} \times Rd \times (1 - T)$$

где:

E — рыночная стоимость собственного капитала (*equity*), включая привилегированные акции. Как правило, рыночная стоимость (капитализация) — это произведения количества акций и рыночной цены одной акции.

D — рыночная стоимость заёмного капитала (*debt*).

V = E + D — общая рыночная стоимость капитала компании.

Re — ожидаемая доходность собственного капитала (*cost of equity, CoE*).

Rd — ожидаемая доходность заёмного капитала (*cost of debt, CoD*).

T — налоговая ставка (*tax rate*).

При определении ставки дисконтирования агентство учитывает, в частности, доходность к погашению по облигациям эмитента или иным релевантным долговым инструментам со срочностью, сопоставимой с периодом прогнозирования денежных потоков.

Структура капитала может быть целевой или отражающей текущую структуру капитала. Если у компании есть другие значимые классы капитала (например, привилегированные акции), они также учитываются в структуре капитала.

Использование рыночной стоимости частей капитала для вычислений не всегда возможно, если такая стоимость изменчива или её значение недоступно. Например, могут возникнуть затруднения с установлением рыночной стоимости долга компании. В случае значительной волатильности структуры капитала компании применяется целевое значение.

2.2 Расчёт стоимости акционерного капитала

$Re = CoE$ (*Cost of Equity*) — ожидаемая стоимость акционерного капитала.

Re — ожидаемая стоимость (доходность) акционерного капитала.

$$Re = Rf + Beta \times (ERP)$$

где:

Rf — безрисковая ставка. Как правило, берётся рублёвая ставка по 5-10-летним государственным бумагам, длительность погашения которых, как правило, близка прогнозируемому периоду компании.

ERP (*Equity Risk Premium*) вычисляется по формуле:

$$ERP = E(Rm) - Rf$$

где:

$E(Rm)$ — ожидаемая доходность рыночного портфеля.

β_i — бета-коэффициент актива, который определяется как отношение ковариации актива к дисперсии рыночного портфеля. Коэффициент измеряет риск, добавляемый инвестицией к рыночному портфелю. Коэффициент бета зависит от отраслевого риска (*unleveraged beta*, β_u) и уровня долговой нагрузки конкретной компании.

$$\beta_i = \frac{\sigma_{im}}{\sigma_m^2}$$

где:

β_i — бета актива i ,

σ_{im} — ковариация актива i с рыночным портфелем,

σ_m^2 — дисперсия рыночного портфеля.

Для расчётов дисперсии рыночного портфеля, как правило используется индекс Московской биржи.

При отсутствии длительных исторических наблюдений, существенных внешних факторов, влияющих на расчёт параметров за предыдущие периоды, используются усреднённые, нормализованные исторические, отраслевые, таргетируемые показатели.

Финансовый рычаг компании увеличивает базовый риск, связанный с отраслевым видом деятельности. Используемый отраслевой бета-коэффициент (beta unleveraged, β_u) позволяет вычислить значение специфического бета-коэффициента (beta leveraged, β_l) для конкретного эмитента с учётом его долговой нагрузки.

$$\beta_l = \beta_u \times [1 + (1 - T) \times \frac{D}{E}]$$

где:

T — ставка налога,

E — рыночная стоимость капитала.

Модификации и альтернативы модели CAPM

Модель CAPM с расчётом beta используется, несмотря на некоторые недостатки, например, обращение к историческим данным. Причины этого заключаются в простоте такой модели, рыночном консенсусе относительно её использования и отсутствии убедительных доказательств того, что другие модели работают лучше. Для перепроверки и корректировки расчётов применяются альтернативные методы.

Оценка стоимости собственного капитала на различных временных отрезках В случае значительной волатильности, кризисных периодов в течение последних пяти лет или высокой вероятности наступления таковых на горизонте прогнозирования денежных потоков может применяться выбор отдельных временных отрезков для расчётов исторических параметров и их применения для текущего момента.

Историческая выборка может делиться на два и более периода (включая кризис или исключая), на каждом из которых модель оценивается отдельно.

Модели, основанные на рыночных ценах (Market Price based Models) В силу изменчивости во времени корреляции между акцией и рынком возможен вариант отказа от корреляции и оценивание относительного риска акции путём деления её стандартного отклонения на среднее/ медианное стандартное отклонение к рыночному портфелю (как правило, индекс Московской биржи).

$$Beta = \frac{\text{стандартное отклонение доходности акции}}{\text{стандартное отклонение доходности рынка}}$$

Варианты расчёта стоимости собственного капитала

I. Через арбитражное ценообразование

Расчёт стоимости собственного капитала через теорию арбитражного ценообразования (Arbitrage Pricing Model, ATM) подразумевает множественность параметров регрессии доходности инвестиций. Для компаний обрабатывающей промышленности ключевыми

параметрами регрессии могут быть изменения ВВП, для нефтяных компаний — цены на нефть, для банков — инфляция.

$$R_e = \beta_1 * F_1 + \beta_2 * F_2 + \beta_3 * F_3 + \dots + \beta_n * F_n$$

где:

R_e — ожидаемая стоимость (доходность) акционерного капитала,

F_i — ожидаемое изменение i -го фактора,

β_i — чувствительность актива к изменению i -го фактора.

II. Через стоимость заёмного капитала

Способ выбора ставки дисконтирования для акционерного капитала рассчитывается на основе надбавки к доходности к погашению торгуемых долговых инструментов эмитента. Вариантом количественного подхода в данном случае является формула:

$$\text{Стоимость собственного капитала} = \text{Стоимость заёмного капитала} * \left(\frac{\text{Стандартное отклонение стоимости собственного капитала}}{\text{Стандартное отклонение стоимости облигаций}} \right)$$

Расчёт осуществляется на основе котировок публичных ликвидных бумаг эмитента при их наличии (биржевой и ликвидный внебиржевой рынки). Данный подход используется для проверки стоимости капитала для компаний со значительным публично торгуемым долгом.

В случае отсутствия публично торгуемых бумаг осуществляется сравнение с котируемыми компаниями-аналогами по отраслевой принадлежности и долговым метрикам, оценка доходности согласно рыночной кривой доходности эмитентов, корпоративным спредам.

III. Через модель дивидендного роста (DDM)

Для компаний со стабильными дивидендными выплатами возможно использование формулы требуемой нормы доходности акционерного капитала:

$$R_e = \frac{D_1}{P_0} + g$$

где:

R_e — ожидаемая стоимость (доходность) акционерного капитала,

g — темп роста,

D_1 — дивиденд следующего периода,

P_0 — цена акции.

3. Расчёт приведённой стоимости прогнозных потоков и терминальной стоимости

Базовая формула

Суммируя все **приведённые** денежные потоки (FCFF, FCFE) за прогнозируемый период, мы получаем суммарную приведённую стоимость операционных денежных потоков. В общем случае, когда есть возможность рассчитать денежный поток для каждого периода, формула дисконтирования денежных потоков выглядит следующим образом:

$$PV = \frac{CF_t}{(1 + r)^t}$$

где:

PV (Present Value) — приведённая стоимость денежного потока,

CF_t — денежный поток (FCFF или FCFE) в периоде *t*,

t — период (например, год),

r — ставка дисконтирования.

На практике, при выборе лимитированного прогнозного периода, стоимость, как правило, рассчитывается на основе двух основных компонентов:

$$\text{Стоимость} = \sum PV + TV'$$

где:

$\sum PV$ — суммарная приведённая стоимость денежных потоков в течение прогнозного периода,

TV' — приведённая (дисконтированная к моменту расчёта РЦ) терминальная (остаточная) стоимость за пределами прогнозного периода (*terminal value*).

Терминальная стоимость учитывает стоимость компании после окончания прогнозного периода. Для расчёта терминальной стоимости используется **формула постоянного роста Гордона** — наиболее распространённый метод, предполагающий, что компания будет генерировать денежные потоки, растущие постоянными темпами в долгосрочной перспективе.

$$TV = \frac{FCF \times (1 + g)}{r - g}$$

где:

TV — терминальная стоимость, которая в дальнейшем приводится (дисконтируется) к моменту расчёта РЦ,

FCF — последний денежный поток, т. е. денежный поток за последний этап (обычно последний год) прогнозного периода,

g — темп прироста денежных потоков в долгосрочной перспективе,

r — ставка дисконтирования.

Формула Гордона не всегда применима к компаниям, для которых горизонт функционирования лимитирован. Для них применяется двух- или трёхфазная модель, когда прогнозный период удлиняется с заданием разных параметров роста для разных этапов.

Equity Value и Enterprise Value (EV)

В зависимости от типа используемого денежного потока (FCFF или FCFE) сумма приведённой стоимости прогнозных потоков и терминальной стоимости определяет стоимость операционного бизнеса компании (EV) или стоимость акционерного капитала (Equity Value):

- (i) $\text{Equity Value} = \text{Сумма приведенных денежных потоков (FCFE)} + \text{Приведенная терминальная стоимость FCFE}$
- (ii) $\text{EV} = \text{Сумма приведенных денежных потоков (FCFF)} + \text{Приведенная терминальная стоимость FCFE}$

В последнем случае (EV) переход к акционерной стоимости (Equity Value) осуществляется дальнейшим через формулу (детальное описание в следующем разделе):

$$\text{Equity Value} = \text{EV} - \text{Чистый долг} - \text{Прочие компоненты EV.}$$

4. Калькуляция РЦ

Расчётная цена (РЦ) получается делением значения акционерной стоимости (Equity Value) на количество акций в свободном обращении:

$$\text{РЦ} = \text{Equity Value} / \text{Количество акций в свободном обращении}$$

При этом стоимость акционерного капитала (Equity Value) должна учитывать активы (часто неоперационного характера), которые по тем или иным причинам не принимались во внимание при расчете свободного денежного потока (FCFF или FCFE) и чистого долга. Таким активом, например, могут быть инвестиции в ассоциированные компании.

При дисконтировании денежных потоков на всю компанию (EV), для расчёта акционерной стоимости необходимо сделать корректировку на составные компоненты расчёта стоимости бизнеса Enterprise Value (EV).

$$\text{EV} = \text{акционерная стоимость (Equity Value)} + \text{Чистый долг (стоимость долговых обязательств — денежные средства и их эквиваленты)} - \text{Прочие компоненты EV (стоимость доли меньшинства + стоимость всех привилегированных акций предприятия — стоимость инвестиций (в ассоциированные компании, неоперационные активы))}$$

Сценарный анализ и иные специфические подходы к определению РЦ

НКР применяет сценарный анализ, в случае предполагаемой значительной чувствительности денежных потоков к входным параметрам и существенной вероятности резких колебаний таких параметров. При высокой неопределённости или специфических условиях может применяться сравнительная оценка, оценка в виде диапазона стоимости. В частности, сценарный анализ применяется в случаях, когда вероятное событие кардинально меняет оценки денежных потоков (введение или отмена ограничительных санкционных мер, запуск нового крупного проекта, крупное M&A и т. д.). Диапазон оценки, например, применим в случае первичного выхода эмитента на открытый рынок (IPO) и отсутствия ценового ориентира в прошлом.

В случае обращения к сценарному анализу возможна калькуляция Расчётной цены на основе взвешивания оценок в различных сценариях по вероятностям данных сценариев.

Альтернативные подходы к оценке применяются в редких или ситуативных сценариях, в частности, в условиях резкого снижения точности прогнозирования денежных потоков, контексте влияния тех или иных существенных событий (M&A, например). Так, в некоторых исключительных случаях расчётная цена определяется не фундаментальными, а ситуативными сценариями. Например, в случае скупки бумаги по цене X , и значительной вероятности того, что акционеры предъявят бумагу к выкупу, расчётная цена приравнивается к цене X , поскольку оценки на основе DCF потеряют релевантность после потери ликвидности бумаги. Для холдинговых компаний допустима оценка путём суммирования оценок их ключевых объектов инвестирования с необходимыми корректировками.

Защита прав инвесторов

Общие принципы оценки

В рамках оценки фактора рассматриваются аспекты деятельности, комплексно характеризующие качество управления с точки зрения его влияния на потенциал роста цены акции, в т.ч. риски, связанные с недостаточной прозрачностью деятельности, ненадлежащим соблюдением прав акционеров, спецификой организации работы совета директоров и т.д. Реализация рисков, связанных с недостатками в корпоративном управлении, может приводить к тому, что свободный денежный поток, который мог бы быть направлен на выплату дивидендов и максимизацию акционерной стоимости, направляется на цели, не соответствующие интересам акционеров. По итогам оценки фактора рейтинг может быть снижен на 2 ступени относительно оценки потенциала роста, поскольку недостатки в корпоративном управлении могут оказать существенное негативное влияние на реализацию потенциала роста цены акции до расчётной цены.

При оценке фактора во внимание принимаются как текущие, так и стратегические аспекты деятельности эмитента, его акционерная и управленческая структура, опыт реализации стратегии. Ключевые задачи системы управления состоят одновременно в обеспечении эффективного функционирования бизнеса эмитента и соблюдении интересов всех групп кредиторов и инвесторов.

Осуществление оценки НКР осуществляется в два этапа:

- оценка соответствия опубликованным Банком России рекомендациям в сфере корпоративного управления;
- оценка практики соблюдения прав инвесторов.

Оценка соответствия рекомендациям в сфере КУ

В отношении рекомендаций Банка России НКР основное внимание уделяет выполнению принципов Кодекса корпоративного управления (ККУ); рекомендаций по раскрытию в годовом отчёте публичного акционерного общества отчёта о соблюдении принципов и рекомендаций Кодекса корпоративного управления; рекомендаций по формированию и

обеспечению преемственности совета директоров (наблюдательного совета) публичных акционерных обществ; рекомендаций по участию совета директоров (наблюдательного совета) в процессах развития и управления информационными технологиями и управления риском информационной безопасности в публичном акционерном обществе; рекомендаций по раскрытию публичными акционерными обществами нефинансовой информации, связанной с деятельностью таких обществ; рекомендаций по реализации принципов ответственного инвестирования и иных документов, одобренных советом директоров Банка России.

На данном этапе НКР осуществляет количественную оценку соблюдения эмитентами принципов ККУ Банка России. Методика расчёта опирается на [«Форму отчёта о соблюдении принципов ККУ»](#) (далее – «форма»). Форма отчёта о соблюдении принципов ККУ содержит 7 разделов, 24 групп принципов и около 80 принципов, каждый из которых раскрыт через критерии со статусами «соблюдается / частично соблюдается / не соблюдается». В целях оптимизации методики расчёта НКР объединяет разделы «Совет директоров общества», «Корпоративный секретарь» и «Система вознаграждения членов совета директоров, исполнительных органов и иных ключевых руководящих работников общества» в один раздел «Организация менеджмента и система вознаграждения». Соответственно, оценивается соответствие эмитента принципам корпоративного управления, сгруппированным в пять разделов:

- I. Права акционеров и равенство условий
- II. Организация менеджмента и система вознаграждения
- III. Система управления рисками и внутреннего контроля
- IV. Раскрытие информации, информационная политика
- V. Существенные корпоративные действия

НКР выборочно проверяет соблюдение эмитентом указанных принципов, руководствуясь подходами, изложенными ниже в разделе «Краткое описание подходов к оценке принципов корпоративного управления». НКР рассматривает не только фактически зафиксированное исполнение установленных корпоративных процедур, но и глубину их встраивания в бизнес-процессы, устойчивость корпоративных практик во времени, а также потенциальные регуляторные и репутационные последствия нарушения таких процедур.

В основе расчёта лежит интегральный индекс соответствия корпоративных политик и практик принципам ККУ, выраженный в процентах и отражающий долю выполняемых или частично выполняемых принципов в общем их числе. Алгоритм расчёта индекса см. ниже в разделе [«Алгоритм расчёта»](#).

Оценка субфактора «Соответствие рекомендациям Банка России в сфере КУ», равная нулю и нейтральная по отношению к оценке потенциала роста, присваивается, если значение индекса составляет $\geq 70\%$. Такая оценка означает, что регуляторные и репутационные риски эмитента в целом контролируются, а качество корпоративного управления не оказывает негативного влияния на потенциал роста цены акций.

Оценка «Соответствие рекомендациям Банка России в сфере КУ», равная –1 и, соответственно, предполагающая вычет 1 балла из оценки потенциала роста, присваивается,

если значение индекса составляет 40–69%. Данная оценка означает, что в корпоративном управлении существуют значимые пробелы, оказывающие сдерживающее влияние на потенциал роста цены акций, однако они являются устранимыми и не свидетельствуют о системных недостатках в корпоративном управлении.

Оценка «Соответствие рекомендациям Банка России в сфере КУ», равная –2 и, соответственно, предполагающая вычет 2 баллов из оценки потенциала роста, присваивается, если значение индекса составляет < 40%. Помимо этого, оценка на уровне –2 балла присваивается, если имеет место невыполнение критически важного принципа корпоративного управления. Под критически важным понимается неисполнение любого из принципов, напрямую требуемых законодательством (например, отсутствие комитета совета директоров по аудиту, нераскрытие сообщения о годовом общем собрании акционеров ≥ 30 дней, отсутствие подразделения внутреннего аудита). Оценка на уровне –2 балла означает, что в корпоративном управлении существуют системные недостатки, устранение которых потребует значительного времени, и такие недостатки способны оказать существенное негативное влияние на стоимость акций.

Алгоритм расчёта

1. Определение балльных оценок критериев принципов:

- «Соблюдается» = 1;
- «Частично соблюдается» = 0,5;
- «Не соблюдается» = 0.

В отдельных случаях, когда имеет место несоблюдение или частичное соблюдение того или иного принципа, однако существует удовлетворительное, по мнению НКР, объяснение причин такого несоблюдения /частичного соблюдения, может быть выставлена оценка «1». Удовлетворительными, как правило, могут являться такие причины, как объективная невозможность соблюдения принципа или наличие регуляторных/законодательных разрешений не соблюдать отдельные принципы, например, в отношении раскрытия информации.

2. Расчёт баллов по каждой из групп принципов осуществляется как среднее арифметическое по критериям принципов × 100 %.

$$I_{pr} = \frac{\sum S_{crit}}{N_{crit}} \times 100\%$$

3. Расчёт индекса раздела осуществляется как среднее арифметическое I_{pr} внутри раздела, в результате чего формируется 5 индексов разделов.
4. Затем осуществляется расчёт интегрального индекса как среднего арифметического 5 индексов разделов.
5. Перевод интегрального индекса, выраженного в процентах, в баллы в соответствии с указанными выше пороговыми значениями.

При расчёте индекса НКР обращает внимание на наличие регуляторных или законодательных послаблений в части раскрытия информации. В соответствии с требованиями ККУ эмитенту рекомендуется раскрывать информацию о себе в интернете, в частности, на собственных сайтах. Однако НКР отмечает, что в связи с внешним санкционным давлением и наличием регуляторных послаблений многие российские эмитенты в настоящее время не раскрывают значительную часть информации публично. С учётом такого рода послаблений допускается повышение интегрального индекса на размер вычета из-за несоблюдения или частичного соблюдения требований к раскрытию информации. При этом НКР запрашивает у эмитента соответствующую непубличную информацию для оценки её наличия и соответствия требованиям ККУ.

Краткое описание подходов к оценке принципов корпоративного управления

I. Права акционеров и равенство условий

Первый раздел определяет степень, в которой эмитент обеспечивает фактическую реализуемость юридически декларированных прав акционеров. В частности, НКР оценивает заблаговременность и полноту раскрытия материалов к общему собранию, наличие возможности проведения электронного голосования, прозрачность дивидендной политики и корректность процедур выкупа акций.

В отношении дивидендной политики НКР исходит из того, что политика по выплате и распределению дивидендов должна быть открытой, а решения о выплатах должны основываться на финансовых результатах, стратегии и интересах акционеров.

НКР учитывает наличие или отсутствие акционерных конфликтов, сопровождающихся несоблюдением прав миноритарных акционеров, например, таких как невнесение на голосование вопросов и кандидатур в органы управления, предложенных акционером, и несоблюдение порядка проведения общего собрания акционеров.

НКР учитывает сложившуюся практику подготовки и публикации отчётности и иной важной для инвесторов информации, демонстрирующей прозрачность деятельности компании. В своей оценке НКР принимает во внимание не только регулярность и объём раскрытия такой информации, но и практику взаимодействия эмитента с профессиональным сообществом в лице инвесторов, специалистов рейтинговых агентств, а также со средствами массовой информации и широкой общественностью. Учитывается также степень цифровизации (например, наличие электронных бюллетеней, проведение веб-трансляций, наличие у инвесторов возможности быстро получить релевантные ответы на вопросы).

II. Организация менеджмента и система вознаграждения

НКР оценивает эффективность органов управления, прежде всего совета директоров (далее — СД), в том числе оценивается их роль в управлении эмитентом, количественный состав, компетенция, и их деловая репутация. В частности, НКР обращает внимание на

вхождение в состав СД независимых директоров, оказывающих значимое влияние на работу СД, причём лучшей практикой считается наличие в СД не менее трети независимых директоров. Принимается во внимание также наличие в СД отдельных комитетов: комитет по аудиту, комитет по кадрам и вознаграждениям (номинациям), комитет по управлению рисками;

регулярность заседаний СД не менее шести раз в год; независимая оценка качества работы СД, частота такой оценки, а также публичность раскрытия ключевых выводов. НКР также обращает внимание на деловую репутацию топ-менеджмента или членов СД; наличие внутреннего документа, регламентирующего деятельность исполнительных органов; наличие формализованной системы этических стандартов.

В рамках данного раздела также оценивается наличие и качество деятельности корпоративного секретаря как связующего звена между СД, менеджментом, акционерами и регулятором. Мы оцениваем институциональный статус корпоративного секретаря (наличие отдельного положения, подотчётность СД), его квалификацию, наличие необходимых ресурсов для деятельности. Положительным признаком считается ежегодный публичный отчёт секретаря о соблюдении внутренних регламентов и корпоративного календаря.

При оценке параметра «Система вознаграждения топ-менеджмента» агентство рассматривает соответствие системы вознаграждения членов совета директоров (наблюдательного совета), исполнительных органов и иных ключевых руководящих работников эмитента подходам для обеспечения достижения долгосрочных стратегических целей развития компании, её финансовой устойчивости и эффективной организации управления рисками. В частности, агентство обращает внимание на наличие долгосрочной мотивации, публичность/доступность формулы расчёта бонусов и наличие нефинансовых KPI (например, по ESG, клиентской лояльности и т.д.). Лучшие практики предусматривают возможность снижения или возврата вознаграждений в случае причинения вреда компании по вине менеджмента, а также возможность для акционеров голосовать по вопросам вознаграждения СД и топ-менеджмента. Наличие существенных выплат СД и менеджменту в периоды отрицательного денежного потока и убыточности деятельности эмитента может являться признаком конфликта интересов и приводить к отрицательным корректировкам оценок соответствующих принципов КУ.

III. Система управления рисками и внутреннего контроля

При оценке раздела «Система управления рисками и внутреннего контроля» (СУРиБК) НКР уделяет основное внимание структуре и эффективности системы управления рисками, прежде всего операционными. Кроме того, в рамках субфактора учитываются специфические риски, которые зависят от отраслевой принадлежности эмитента, особенностей его бизнес-процессов, бизнес-цикла и т.д. Система управления рисками считается передовой при соблюдении следующих критериев:

- эффективность процедур управления рисками подтверждена высокими результатами на различных стадиях экономического цикла;
- разработаны планы по обеспечению непрерывности деятельности и действий на случай реализации операционных рисков (в т. ч. технологических);
- осуществляется подготовка регулярной внутренней отчётности по операционным рискам, мониторинга ключевых индикаторов операционных рисков;
- эмитент раскрывает информацию об управлении рисками (например, в годовом отчёте, финансовой отчётности, опубликованной политике управления рисками).

В рамках анализа НКР может запрашивать для ознакомления документацию относительно системы управления рисками органов управления, отдельных должностных лиц, структурных подразделений. Агентство также рассматривает политики и процедуры по риск-аппетиту организации, лимиты и критерии принятия решений исполнительными органами.

Особое внимание уделяется политике и процедуре формирования внутреннего аудита эмитента. В частности, НКР обращает внимание на процедуру назначения внутреннего аудитора, порядок установления его вознаграждения. Для лучших практик в области корпоративного управления следует обратить внимание на то, занимал ли внутренний аудитор должности в исполнительных органах и иных подразделениях организации в течение трёх лет, предшествующих назначению на должность внутреннего аудитора. Предполагается также, что внутренний аудитор не совмещает функцию внутреннего аудита с иными функциями, находящимися вне сферы деятельности внутреннего аудита, в организации и (или) иных организациях группы.

При выявлении несоответствия лучшим практикам и рекомендациям ККУ области СУРиБК агентство осуществляет отрицательные корректировки оценок соответствующих принципов КУ.

IV. Раскрытие информации и информационная политика

При оценке раздела «Раскрытие информации и информационная политика» НКР учитывает сложившуюся практику подготовки и публикации отчётности и иной важной для инвесторов информации, демонстрирующей прозрачность деятельности компании. В своей оценке НКР учитывает не только регулярность и объём раскрытия такой информации, но и практику взаимодействия эмитента с профессиональным сообществом в лице инвесторов, специалистов рейтинговых агентств, а также со средствами массовой информации и широкой общественностью. Основные требования к качеству раскрытия информации приведены ниже.

- Эмитент раскрывает информацию в объёме, предусмотренном законодательством Российской Федерации, своевременно, для неограниченного круга лиц.
- Эмитент раскрывает значительный объём дополнительной информации, включая информацию о стратегии (включая предоставление такой информации НКР в случае наличия ограничений её публичного раскрытия).
- Информация о персональном составе исполнительных органов, совета директоров (наблюдательного совета), комитетов совета директоров раскрыта на сайте эмитента в интернете (включая предоставление такой информации НКР в случае наличия ограничений её публичного раскрытия).
- На сайте эмитента в сети Интернет (или в отчётности, предоставленной НКР, при наличии ограничений публичного раскрытия информации) раскрыта информация, достаточная для формирования представления о личных и профессиональных качествах членов совета директоров (наблюдательного совета).
- На сайте эмитента в сети Интернет создан специальный раздел, в котором размещён регулярно обновляемый календарь корпоративных событий организации.
- На сайте эмитента в сети Интернет (или в документации, предоставленной НКР, при наличии ограничений публичного раскрытия) раскрыта информация о подконтрольных обществах, имеющих для организации существенное значение.

- Компания имеет длительный опыт взаимодействия с инвесторами, рейтинговыми агентствами, СМИ.
- Эмитент публиковал отчётность по РСБУ в течение 3 лет, предшествующих году актуальной отчётности по РСБУ.
- Эмитент публиковал отчётность по МСФО в течение 3 лет, предшествующих году актуальной отчётности по МСФО.
- Публикуемая отчётность по МСФО содержит достаточную информацию для оценки финансового состояния эмитента в течение 3 лет, предшествующих году актуальной отчётности по МСФО.

V. Существенные корпоративные действия

Последний раздел оценивает, насколько справедливо и прозрачно компания проводит сделки, влияющие на структуру акционерного капитала и, соответственно, на положение акционеров: сделки по слиянию и поглощению, реорганизация, делистинг, обратный выкуп акций, крупные сделки. Ключевым показателем является принцип равного отношения к всем акционерам: обязательное предложение выкупа по справедливой цене, наличие независимой оценки для определения стоимости имущества, отчуждаемого или приобретаемого по крупной сделке или сделке с заинтересованностью. Как позитивный фактор оценивается публичность расчёта цены и обсуждение такой сделки независимыми директорами. Нарушение процедур и рекомендаций ККУ (например, принудительный выкуп акций со значительной скидкой к биржевой цене) может обусловить судебные иски и вмешательство регулирующих органов, вследствие чего агентство может применить отрицательные корректировки оценок соответствующих принципов КУ.

Оценка практики соблюдения прав инвесторов

Поскольку оценка интегрального индекса на предыдущем этапе даже с учётом дополнительного изучения может не вполне объективно отражать практику соблюдения прав инвесторов со стороны эмитента, НКР также оценивает следующие аспекты:

1. **Практику проведения дополнительных эмиссий акций**, при которой может происходить ущемляющее права миноритариев изменение структуры акционерного капитала в пользу мажоритарного акционера или менеджмента. Например, могут применяться такие механизмы, как *размывание доли миноритариев*; *игнорирование преимущественного права покупки*, т.е. права акционеров приобрести новые акции пропорционально текущей доле; *изменение структуры акционерного капитала через выпуск привилегированных акций* в пользу контролирующего акционера, что ведет к снижению доли голосующих акций у миноритариев; *занижение цены размещения*, при которой акции продаются определенной группе инвесторов по цене ниже рыночной или справедливой (discount placement); *селективное (закрытое) размещение*, при котором подписчиками становятся аффилированные структуры мажоритарного акционера; *принудительный выкуп (squeeze-out) через эмиссию* — после размывания доли миноритарии опускаются ниже порога, дающего право блокировки решений, и становятся уязвимыми к последующему выкупу по заниженной цене.

2. **Наличие квазиказначейских акций эмитента** на балансе дочерних компаний, что повышает риски скрытого увеличения голосующих акций у контролирующего акционера и размывания фактической доли миноритариев.

3. **Наличие значительных репутационных рисков**, то есть наличие подтверждённой негативной информации о репутации ключевого бенефициара/бенефициаров, а также представителей топ-менеджмента эмитента. В частности, в отношении бенефициара оценивается наличие такой информации (например, информация относительно ранее имевшего место ущемления прав миноритарных акционеров и существенных отступлений от норм ККУ в иных принадлежащих или принадлежавших бенефициару юридических лицах), информация о просроченной задолженности (в т. ч. по налогам, неисполнении контрактов на крупные суммы и т. д.), участие бенефициара в иных юридических лицах, допустивших дефолт в течение предыдущих трёх лет, открытые судебные иски в отношении бенефициара и подконтрольных ему компаний (прежде всего, иски о банкротстве), привлечение бенефициара к уголовной ответственности.

В отношении менеджмента эмитента учитывается опыт работы в компаниях, которые демонстрировали ущемление прав миноритарных акционеров и допускали существенные отступления от норм ККУ, допустили дефолт или испытывали финансовые трудности. Учитываются как длительность работы в компании, которая допустила дефолт или испытывала финансовые трудности, так и возможность влиять на принятие решений в отношении рисков, реализация которых привела к дефолту и (или) финансовым трудностям.

4. **Наличие существенных рисков фискального и правового характера**, таких как налоговые риски (сумма начисленных и уплаченных обязательных платежей), судебные риски (сумма заявленных и удовлетворённых требований по судебным спорам с участием эмитента в качестве ответчика), риски нарушения эмитентом корпоративного законодательства и законодательства о рынке ценных бумаг (приостановка эмиссии ценных бумаг, отказ в регистрации выпуска ценных бумаг или отказ в регистрации проспекта ценных бумаг, отказ в регистрации отчёта об итогах выпуска, признание выпуска ценных бумаг несостоявшимся или недействительным, отказ от размещения ценных бумаг после регистрации или отзыв документов, представленных на регистрацию, сумма штрафов, наложенных Банком России на эмитента и его должностных лиц).

5. **Практику выплаты нестандартно высоких дивидендов**, в том числе перед проведением IPO и допэмиссий акций, что может привести к ухудшению финансовых метрик компании, риску ликвидности и росту долговой нагрузки, ослаблению дальнейших возможностей компании по расширению бизнеса, потенциальному ущемлению прав будущих инвесторов.

В случае наличия информации относительно существенного нарушения прав инвесторов в указанных или иных случаях НКР вправе применить отрицательную корректировку за фактор «Защита прав инвесторов» в размере до –2 баллов от оценки потенциала роста цены акции.

Дополнительные экспертные корректировки

Дополнительные экспертные корректировки оценки потенциала роста применяются, в частности, в случае, если потенциал изменения цены акции может составить не менее $\pm 20\%$ на горизонте до одного года, однако это не может быть по тем или иным причинам напрямую учтено в оценке потенциала роста либо если в исключительных случаях ситуация требует быстрого реагирования на изменения обстоятельств. Размер экспертной корректировки не превышает ± 1 балла, причём в случае наличия нескольких событий или изменений, оказывающих влияние на оценку, размер дополнительной экспертной корректировки также ограничивается ± 1 баллом. Разнонаправленные корректировки суммируются.

Отдельные факторы, которые могут позволить осуществить корректировку оценки потенциала роста могут относиться как к макроэкономическим событиям (ожидание резкого колебания процентных ставок, изменениям в регулировании), так и к деятельности конкретного эмитента (объявление выкупа акций или его ожидание, смена акционеров, анонсирование выхода в новый перспективный сегмент) и характеристикам котируемой бумаги.

Таблица 3. Виды факторов, обуславливающих корректировку оценки потенциала роста

Макрофакторы	Микрофакторы
Существенные макроэкономические данные, воспринимаемые как «перелом тренда»	Программы обратного выкупа (buy-back)
Ожидаемые изменения налогового режима	Включение акций в индексы или исключение из них
Существенные геополитические изменения: санкции и их отмена	ИРО дочерних структур, монетизация инвестиций
Устойчивость инвестиционных предпочтений	Слияния и поглощения (M&A)
Резкие изменения ключевой ставки	Ликвидность и изменения free-float

Макрофакторы

Существенные макроэкономические данные

Корректировка применяется в случае выхода значимых экономических данных (в частности, ВВП, индекса потребительских цен, индекса цен производителей, данных по безработице, и др.), которые существенно расходятся с рыночным консенсусом и одновременно меняют направление предшествующего рыночного тренда. Например, статистический отчёт, указывающий на резкое и, вероятно, длительное замедление инфляции по сравнению с трендом предыдущих кварталов, может обусловить переоценку прогноза будущей выручки многих компаний-эмитентов, снижение ставок дисконта в DCF-моделях, переток капитала из защитных активов в циклические. Обратная ситуация (данные по инфляции гораздо хуже ожиданий) может обусловить переток средств инвесторов из акций в облигации, в том числе государственные, в банковские депозиты с высокими процентными ставками, а также в высокодивидендные отрасли или компании.

Ожидаемые изменения налогового режима

Корректировка применяется в случае появления информации относительно предполагаемого значимого увеличения/снижения налоговой нагрузки, даже если соответствующие изменения в законодательство ещё не внесены. Повышение налоговой нагрузки (напрямую или в форме отмены льготного режима) обуславливает ухудшение прогноза чистой прибыли, сужает свободный денежный поток и сказывается на объёмах ожидаемых выплат дивидендов. Напротив, если ожидается снижение ставок налогов или введение налоговых льгот, могут ожидаться более высокие показатели чистой прибыли, рост дивидендных выплат, а сам бизнес компании может оцениваться как более устойчивый к внешним шокам.

Существенные геополитические изменения: санкции и их отмена

Применение данной корректировки учитывает влияние трансформации политических конфликтов в значительные рыночные риски, прежде всего через введение или отмену санкций — торговых, финансовых или технологических. Например, запрет на экспорт продукции или ограничение расчётов в иностранных валютах сокращают прогнозы выручки и чистой прибыли эмитента, могут обусловить повышение стоимости заёмных средств, падение дивидендного потока. В ряде случаев падение цен акций может быть очень быстрым с затяжным восстановлением. Ожидание отмены санкций действует зеркально: снятие торговых, финансовых, технологических ограничений может обеспечить быстрый рост цены акций.

Устойчивость инвестиционных предпочтений

Данная корректировка отражает асинхронность предпочтений инвесторов, поскольку в разные периоды инвесторы предпочитают компании, сориентированные на рост акционерной стоимости, в другие — компании, сориентированные на стабильность дивидендного потока, а при росте неопределённости в экономике — защитные сектора, в которых денежные потоки характеризуются большей стабильностью (например, энергетика или телекоммуникации). Сюда же можно отнести и значительный спрос на эмитентов цифровой экономики при ограниченности выбора на российском рынке и популярности сектора в мире.

Ожидания резких изменений ключевой ставки

Ожидание подобных событий может привести к изменениям структуры спроса на фондовом рынке задолго до фактических изменений регулятора и отражения влияния на расчётную цену акций. Ожидания основаны на том, что значительное изменение ключевой ставки (например, ± 200 – 300 б. п. относительно ожиданий рынка) приводит к изменениям «безрисковой» ставки в моделях DCF, быстро меняет стоимость обслуживания долга и меняет направление перетока средств инвесторов. Например, при резком повышении существенное негативное влияние может быть оказано на акции компаний, поскольку средства инвесторов могут быть направлены в облигации и инструменты с фиксированной доходностью. Одновременно может наблюдаться существенное положительное влияние на стоимость акций банков и компаний финансового сектора, процентная маржа которых может вырасти вслед за

ростом ставок. Снижение ставки даёт обратный эффект — удешевляет кредит, и подталкивает переток средств инвесторов в акции.

Микрофакторы

Включение или исключение из индексов

Включение акций эмитента в важный рыночный индекс (например, индекс Московской биржи) вызывает обязательные покупки этих акций со стороны пассивных или квази-пассивных фондов, которые следуют за бенчмарком. Напротив, при исключении акции из индекса под влиянием продаж цена акции падает.

ИРО дочерних структур и монетизация инвестиций

Вывод на биржу дочерней компании в ходе IPO раскрывает её рыночную оценку внутри компании/холдинга. Если материнская структура сохраняет контроль над такой компанией и направляет привлечённые средства на погашение долга или buy-back, рынок может трактовать это как значимый позитивный фактор с точки зрения стоимости акций.

Слияния и поглощения (M&A)

В случае сделки с премией для присоединяемого эмитента стоимость акций почти всегда увеличивается. Может оцениваться наличие синергетического эффекта с точки зрения стоимости бизнеса и влияния на финансовое положение.

Программы обратного выкупа (buy-back)

Информация касательно значительного объёма выкупа акций, как правило, даёт сигнал рынку относительно того, как менеджмент компании оценивает стоимость акций. Эффект от buy-back для цены акций может быть существенно положительным в силу сокращения количества акций в обращении, вероятного роста дивидендного потока в будущем.

Перспективы резкого изменения free-float

При оценке параметра «Принудительный выкуп» (squeeze-out) НКР оценивает риски того, что мажоритарный собственник достигает порога в 95 % и может обязать миноритариев продать акции.

При оценке параметра «Недружественная скупка» НКР оценивает риски того, что сторонний акционер быстро наращивает свой пакет акций без согласия действующего менеджмента эмитента с целью получения контроля над эмитентом. Как правило, такие действия существенно увеличивают волатильность цен акций при их резком росте на начальном этапе скупки и возможном резком падении в случае недостижения изначальных целей такой скупки. Также оценивается риск потери публичного статуса эмитента, которая повлечет за собой отзыв рейтинга акций.

При оценке параметра «Продажа крупного пакета, навес акций» (overhang) НКР оценивает риски того, что при ожидаемой продаже крупного пакета акций со стороны одного из акционеров негативное влияние на цену окажет избыток предложения акций. В результате формируются среднесрочные риски того, что волатильность цены акций увеличится, поскольку при наличии сильных фундаментальных показателей возможен быстрый рост цены

после продажи пакета акций «в рынок», тогда как при слабых фундаментальных показателях возможно дальнейшее снижение цены на фоне роста предложения оказавшихся на рынке акций.

При оценке параметра «**Малый размер free-float**» НКР оценивает риски того, что при незначительном объёме акций в обращении на цену акций значительное влияние оказывают такие показатели как низкая ликвидность, широкий спред между ценами покупки и продажи, значительный дисконт за неликвидность и иногда сопутствующая этому высокая волатильность цены акции. Как правило, в такой ситуации цены на акции длительно находятся на сравнительно одном и том же ценовом уровне (т.н. «боковой тренд») при скачках на единичных сделках. В этой связи НКР может осуществлять ранжирование бумаг по параметрам ликвидности:

Для котируемых бумаг составляется внутренний рэнкинг на основе основных параметров котируемой бумаги относительно среднерыночных (отношение собственного параметра к среднерыночному). Основные параметры ликвидности за последние 12 месяцев:

- объёма торгов в рублях,
- объём торгов в штуках акций,
- количестве сделок.

По данным трём параметрам рассчитывается отношение к среднерыночным и усредненное значение, которое и является базой для ранжирования. Среднее значение формирует количественную основу для оценки качественного параметра — ликвидности ценной бумаги. Данное значение является относительным (эмитент vs торгуемые бумаги) и динамическим.

Кроме того, агентство принимает во внимание:

- размера free-float,
- волатильности бумаги,
- других параметров (котировальный список, перспективы изменения ликвидности).

Ликвидность является важным условием реализации потенциала роста. Ограниченная ликвидность может быть основанием для снижения рейтинга. Ранжирование является динамическим, но предполагается, что снижение рейтинга не может затронуть первые топ-40 бумаг рэнкинга, что соответствует двум третям акций Первого котировального уровня Мосбиржи. Рэнкинг оценка параметров ликвидности призваны демонстрировать риски малоликвидных бумаг.

© 2025 ООО «НКР».

Ограничение ответственности

Данный документ является интеллектуальной собственностью общества с ограниченной ответственностью «Национальные Кредитные Рейтинги» (ООО «НКР») и охраняется законом. Представленная информация предназначена для использования исключительно в ознакомительных целях. Не допускается распространение настоящей информации любым способом и в любой форме без предварительного согласия со стороны ООО «НКР» и ссылки на источник. Использование информации в нарушение указанных требований запрещено.