
Выберите элемент.

МЕТОДИКА

ОЦЕНКИ БУДУЩЕЙ ДОХОДНОСТИ И ВЕРОЯТНОСТИ ЕЁ ДОСТИЖЕНИЯ ДЛЯ АКЦИЙ РФ, ОБЛИГАЦИЙ РФ И ВАЛЮТ

[Категория] «[НАИМЕНОВАНИЯ ВЫШЕСТОЯЩИХ ПРОЦЕССОВ]» (ЕСЛИ
ЕСТЬ)

ООО "КОМПАНИЯ БКС"

Содержание

1. Назначение документа	3
2. Термины и сокращения	3
3. Участники процесса	4
4. ОЦЕНКА БУДУЩЕЙ ДОХОДНОСТИ И ВЕРОЯТНОСТИ ЕЁ ДОСТИЖЕНИЯ ДЛЯ АКЦИЙ РФ, ОБЛИГАЦИЙ РФ И ВАЛЮТ	4
4.1. Оценка доходностей долгосрочных инвестиций - Акции	4
4.2. Оценка доходностей краткосрочных идей - Акции	9
4.3. Вероятность достижения целевой доходности – Акции	10
4.4. Оценка доходностей идей - Облигации	11
4.5. Вероятность достижения целевой доходности – Облигации	13
4.6. Оценка доходности идей – Валюты	14
4.7. Вероятность достижения целевой доходности – Валюта	14

1. Назначение документа

1.1. Назначением данного Документа является описание механизмов оценки будущей доходности и вероятности её достижения, применяемых сотрудниками Департамента инвестиционной аналитики ООО «Компания БКС» (далее – Компания). В данной методологии приводится описание механизмов оценки будущей доходности для следующих продуктов:

- Акции РФ, находящиеся под аналитическим покрытием Компании
- Составные индексы Мосбиржи, находящиеся под аналитическим покрытием Компании
- Инвестиционные идеи, в том числе:
 - Краткосрочные идеи «Лонг» (длинные позиции по одной или нескольким акциям РФ)
 - Краткосрочные идеи «Шорт» (короткие позиции по одной или нескольким акциям РФ)
 - Краткосрочные парные идеи (одновременные длинные и короткие позиции по одной или нескольким акциям РФ)
- Идеи по облигациям:
 - Спекулятивные (срок полгода)
 - До погашения

Все показатели в рамках данного Положения рассчитываются относительно номинальной доходности без учета брокерских комиссий, налогов и инфляции.

2. Термины и сокращения

- Цена акции (Текущая цена акции, спот-цена) – текущая стоимость акции, определяемая ходом биржевых торгов и публикуемая биржей, на которой данная акция имеет первичный или иной листинг.
- Целевая цена акции (Price Target, PT) – ожидаемый аналитиком уровень цены акции компании, находящейся под аналитическим покрытием Компании, который может быть достигнут по прошествии 12 месяцев (1 календарного года) от Даты оценки.
- Целевой уровень индекса Мосбиржи – уровень индекса Мосбиржи, рассчитываемый исходя из Целевых цен акций в покрытии Компании, с учетом текущих весов акций в индексе, с поправками на дивидендные доходности этих акций и поправкой на неполное покрытие Компанией всех акций, входящих в расчетную базу индекса Мосбиржи.
- Дата оценки – дата, на которую аналитик осуществляет оценку (переоценку) Целевой цены.
- Безрисковая ставка (Risk-Free Rate) – уровень ожидаемой номинальной доходности, который инвестор может получить в определенной валюте (рубли – для акций РФ). Как правило, ориентиром для такой ставки служит доходность государственных облигаций, чьи риски невыплаты достаточно низки, чтобы быть значительными.
- Потенциал роста – рассчитываемое в процентах процентное изменение в Цене акции, необходимое для достижения ею Целевой цены. Как правило, включает в себя доходность будущих дивидендных выплат.

- Инвестидея – прогноз аналитиков, содержащий такие параметры, как предпочтительные даты покупки (продажи) и последующей продажи (покупки) набора активов, а также ожидаемую аналитиком доходность в результате следования инвестором такому прогнозу. Инвестидея может быть долгосрочной (1 год и более) или краткосрочной (менее 1 года).

3. Участники процесса

- Дирекция по развитию брокерских продуктов
Департамент консультационно-брокерского обслуживания
- Департамент инвестиционной аналитики
- Иные подразделения компании БКС, отвечающие за разработку продуктов

4. ОЦЕНКА БУДУЩЕЙ ДОХОДНОСТИ И ВЕРОЯТНОСТИ ЕЁ ДОСТИЖЕНИЯ ДЛЯ АКЦИЙ РФ, ОБЛИГАЦИЙ РФ И ВАЛЮТ

4.1. Оценка доходностей долгосрочных инвестицедей - Акции

Целевая цена определяется без учета ненаступивших (будущих) корпоративных событий, как дивидендные выплаты, обратные выкупы акций, дробление или иное изменение количества акций в обращении. В случае наступления таких событий, аналитик вправе пересмотреть целевую цену акции.

Доходность долгосрочных инвестицедей представляет собой разницу между целевой и текущей ценами акций, выраженную в процентах. Оценка целевой цены аналитиком осуществляется на основе одного из нескольких (или комбинацией) общепринятых подходов, широко применяемых в инвестиционном сообществе, краткие принципы которых кратко изложены ниже.

4.1.1. Определение целевой цены методом дисконтирования денежных потоков

Данный метод (также известный как Discounted Cash Flows, сокращенно DCF) исходит из того, что целевая цена, отражающая справедливую стоимость акции, может быть представлена суммой будущих денежных потоков, генерируемых компанией и скорректированных на изменение стоимости денег во времени (т.е. дисконтированных). Будущие денежные потоки дисконтируют с использованием ставки дисконтирования, которую аналитик определяет, как требуемая доходность для данной бумаги с учетом присущих ей рисков.

Денежные потоки предпочтительнее таких показателей, как чистая или операционная прибыль, для оценки справедливой стоимости (целевой цены), т.к. именно они в конечном счете определяют способность компании выплачивать дивиденды и исполнять долговые обязательства. В отличие от показателей прибыли, денежные потоки дополнительно учитывают такие факторы, как движения в оборотном капитале, капзатраты, денежные потоки слияний и поглощений и иные потоки.

В рамках данного метода аналитики отдают предпочтение подходу с использованием денежного потока компании (FCFF, free cash flow to firm, или свободного денежного потока компании до вычета финансовых обязательств). Существует также альтернативный способ оценки целевой цены, основанный на денежных потоках на собственный капитал (FCFE, free cash flow to equity).

Метод подразумевает различное количество периодов, в которые денежные потоки имеют различную динамику. Аналитики, как правило, применяют двухпериодный метод, включающий

1. Промежуточные денежные потоки в прогнозном периоде (как правило, от 3 до 5 лет, начиная с года, следующего за годом, за который компания раскрыла консолидированную финансовую отчетность). Частотность таких потоков, как правило, составляет год (или чаще).
2. Денежные потоки в постпрогнозный период (за пределами прогнозного периода). Для этого периода аналитик делает предположение, что компания вышла на постоянные темпы роста – это предположение позволяет рассчитать терминальную стоимость компании (Terminal Value, TV) как сумму бесконечной геометрической прогрессии устойчиво растущего (падающего) денежного потока за пределами прогнозного периода.

Для оценки целевой цены методом DCF мы используем такие количественные и качественные данные как:

- Исторические операционные и финансовые показатели компании (в том числе отчетность по международным стандартам финансовой отчетности, МСФО)
- Прочие материалы компании (проспекты эмиссий ценных бумаг, презентации, пресс-релизы, заявления и комментарии топ-менеджмента)
- Ценовые предпосылки, включая цены на нефть, газ и металлы (раскрываем в Стратегии БКС)
- Отраслевые данные, включая статистические данные регуляторов, профильных министерств, отраслевых аналитических агентств и компаний в отрасли
- Смежные данные, включая статистические данные для смежных отраслей
- Макроэкономические предпосылки (раскрываем в Стратегии БКС) включая обменные курсы, рост ВВП и инфляцию.

Аналитики используют следующую формулу целевой цены:

Целевая цена = $(1 + CoE)^{t/365} * \left[\sum_{i=1}^n \frac{FCFF_i}{(1+WACC)^i} + \frac{TV}{(1+WACC)^n} - Debt - Minorities \right] / Кол -$
во акций , где

- Свободный денежный поток компании (FCFF) = Прибыль до уплаты процентов и налогов (EBIT) - Налоги к уплате (Taxes) + Амортизация (Depreciation & Amortization) — Капитальные расходы (Capital Expenditures) +/- Изменение оборотного капитала (Change in working capital) + Прочие денежные потоки (за исключением потоков к/от держателей акционерного и заемного капитала).

- Терминальная стоимость (TV) = FCFF за последний год прогнозного периода * (1 + долгосрочный номинальный темп роста компании) / (WACC – долгосрочный номинальный темп роста компании)
- n – горизонт прогнозного периода (как правило, от 3 до 5 лет)
- WACC (Weighted Average Cost of Capital) — средневзвешенную стоимость капитала, которая включает в себя стоимость как акционерного, так и заемного капитала, рассчитывается по формуле ниже.
- CoE (Cost of Equity) – требуемая доходность акционерного капитала компании.
- t – разница в днях между (а) датой на 12 мес. вперед от даты оценки и (б) серединой первого прогнозного года
- Кол-во акций (или депозитарных расписок) – численное количество находящихся в обращении акций всех классов (за исключением акций привилегированного типа, если исходя из их характеристик аналитик присваивает им статус долговых обязательств), без учета казначейских акций
- Debt – Оценка чистого долга компании на дату оценки, исходя из последней финансовой отчетности и другой дополнительной информации, с учетом известных аналитику и произошедших на дату оценки корпоративных событий
- Minorities – оценка рыночной доли миноритарных (неконтролирующих) акционеров в дочерних компаниях за вычетом оценки рыночной доли компании в ассоциированных компаниях и совместных предприятиях.

Расчет Терминальной стоимости: FCFF за последний год прогнозного периода для целей расчета Терминальной стоимости (TV) берется с поправками на стабильный рост выручки, подразумевающий (1) отсутствие значительных, неустойчивых притоков/оттоков оборотного капитала, (2) уровень капитальных затрат, нормализованный и соответствующий уровню амортизации основных средств с поправкой на инфляцию капзатрат в течение периода замещения основных средств. Прочие временные, несистематические денежные потоки также исключаются для целей расчета Терминальной стоимости.

Долгосрочные номинальные темпы роста компании определяются прогнозируемыми перспективами роста, учитывающими как общие темпы роста экономики, так и темпы роста конкретных секторов, в которых действует компания. Как правило, хорошим ориентиром для долгосрочных номинальных темпов роста экономики является оценка долгосрочного темпа роста номинального ВВП.

Мы рассчитываем WACC по следующей формуле:

$WACC = D/(D+E) * CoD * (1 - Tax) + E/(D+E) * CoE$, где

- $D/(D+E)$ – оценка устойчивой, целевой доли долгового (заемного) капитала в общем капитале компании
- $E/(D+E)$ – оценка устойчивой, целевой доли акционерного капитала в общем капитале компании
- CoD (Cost of Debt) - стоимость обслуживания долга для компании (для расчета стоимости заемного капитала можно суммировать доходности к погашению всех облигаций и проценты по кредитам, взвесив их доли в общем долге, либо опираться на

историческое соотношение выплат по обслуживанию долга к среднему размеру размеру долга с учетом ожиданий валютной структуры долга, доли долга с плавающими процентными выплатами/купонами и динамики процентных ставок.

- Так – эффективная ставка налога на прибыль компании (25% в РФ на момент составления документа)
- CoE (Cost of Equity) – требуемая доходность акционерного капитала компании.

CoE можно определить разными методами, аналитики чаще всего используют модель оценки капитальных активов (Capital Asset Pricing Model, CAPM). Премия за риск, представляющая дополнительную доходность сверх безрисковой ставки, корректируется с помощью β -коэффициента. Коэффициент бета (β) измеряет чувствительность или корреляцию ценной бумаги или инвестиционного портфеля с общими колебаниями рынка.

Для расчета доходности акционерного капитала по теории CAPM используется следующая формула:

$CoE = Risk-Free + Levered\ beta \times ERP$, где

- Risk-free – Безрисковая ставка
- ERP (Equity Risk Premium) – Премия за риск в акциях по сравнению с безрисковой ставкой
- Levered beta - чувствительность цен акции к колебаниям рынка, равна 1 для широкого рынка и для ценных бумаг, волатильность и динамика которых повторяет движение рынка. Показатель может быть больше 1 для акций, показывающих более высокую чувствительность к движению рынка, и меньше 1 для акций с меньшей чувствительностью к движению рынка. Beta большинства компаний в РФ, как правило, составляет от 0.8 до 1.2 – однако levered beta может быть и выше в случае, если у компании прогнозируется значительный долг.

4.1.2. Оценка целевой цены акции методом дисконтирования дивидендов

Метод дисконтирования дивидендов (Dividend Discount Model, DDM) основывается на предположении, что доход акционера формируется за счет дивидендов, и, следовательно, стоимость акции определяется величиной ожидаемых дивидендов в будущем. При этом, как правило, предполагается, что компания будет функционировать неограниченно, а поток дивидендов будет постоянным и неограниченным.

$$\text{Целевая цена} = (1 + CoE)^{t/365} \left[\sum_{i=1}^n \frac{D_i}{(1 + CoE)^i} + \frac{D_n(1 + g)}{(1 + CoE)^n(CoE - g)} \right] / \text{Кол} - \text{во акций}$$

где:

- D_i — ожидаемые дивиденды для каждого i -го года в будущем
- n – горизонт прогнозного периода (как правило, от 3 до 5 лет)

- CoE — требуемая доходность акционерного капитала компании
- t – разница в днях между датой на 12 мес. вперед от даты оценки и серединой первого прогнозного года
- g - темп роста дивидендов, равный $ROE * (1 - \text{payout ratio})$
 - Payout ratio – доля чистой прибыли, направляемой на выплату дивидендов (таким образом, $(1 - \text{payout ratio})$ – это доля чистой прибыли, направляемая на реинвестирование).
 - ROE (Return on Equity) – отношение чистой прибыли к капитализации компании в %
- Кол-во акций (или депозитарных расписок) – численное количество находящихся в обращении акций всех классов (за исключением акций привилегированного типа, если исходя из их характеристик аналитик присваивает им статус долговых обязательств), без учета казначейских акций

Ожидаемые дивиденды – прогнозная величина, которую аналитик определяет исходя из дивидендной политики, а также публичных заявлений менеджмента/акционеров относительно будущих дивидендов и с учетом исторического размера и частоты выплат.

Дивидендная политика обычно определяет размер дивиденда в процентах от заранее обозначенного показателя, например – чистая прибыль (пример: для государственных компаний России существует директива, обязывающая выплачивать не менее 50% от чистой прибыли по МСФО в виде дивидендов акционерам, но есть и исключения). Прогноз по чистой прибыли аналитик использует из собственной модели DCF.

4.1.3. Оценка целевой цены финансовых организаций (банков) с использованием мультипликатора P/BV

Мультипликатор P/BV позволяет определить целевую цену игроков банковского сектора. Используется следующая формула:

$$\text{Целевая цена} = \frac{RoE - g}{CoE - g} / \text{Кол} - \text{во акций}$$

где:

- ROE (Return on Equity) – долгосрочная рентабельность капитала
- CoE — требуемая доходность акционерного капитала
- g – долгосрочный темп роста

4.1.4. Оценка целевой цены методом «сумма частей» (sum of the parts)

В случае, когда в оцениваемую компанию входят относительно независимые бизнесы, нередко в областях отличных от её основного бизнеса, оценка целевой цены акции такой компании может проводиться методом «сумма частей». Оценка отдельных бизнесов осуществляется

преимущественно с помощью вышеописанных методов дисконтирования денежных потоков или дивидендов, а также, при необходимости, с использованием мультипликаторов или, обычно для небольших бизнесов, по сумме сделки по их приобретению.

Оценка через мультипликаторы подразумевает поиск ближайших публичных бизнесов-аналогов со схожей отраслевой принадлежностью, структурой капитала, бизнес-профилем и рентабельностью. Для таких бизнесов оцениваются такие мультипликаторы, как P/E (капитализация к годовой прибыли компании), EV/EBITDA (стоимость бизнеса к EBITDA компаний), EV/GMV (стоимость бизнеса к обороту компании с НДС) или EV/выручка (стоимость бизнеса к выручке компании) – а затем эти мультипликаторы (или взвешенные значения нескольких таких мультипликаторов) применяются к соответствующим показателям (чистой прибыли, EBITDA, GMV и/или выручке) оцениваемого бизнеса, что приводит к оценке акционерного капитала такого бизнеса. Важно, к мультипликаторам бизнесов-аналогов могут применяться корректировки перед их применением к оцениваемому бизнесу (например, премия за более высокую рентабельность или дисконт за более высокую долговую нагрузку).

4.2. Оценка доходностей краткосрочных идей - Акции

4.2.1. Оценка доходностей по идеям «Лонг» и «Шорт»

Инвестиция «Лонг» (длинная позиция на фондовом рынке, покупка актива) носит краткосрочный характер – со сроком, как правило, в пределах 2-4 месяцев – и предполагает опережающий выбранных рост акций по сравнению с ростом общего рынка акций РФ (с учетом дивидендов). Инвестиция «Шорт» (короткая позиция, продажа актива), также краткосрочного характера, предполагает недостаточный рост цены выбранных акций по сравнению с динамикой общего рынка акций РФ. Данное предположение опережающего роста (или падения) основывается на одном или нескольких катализаторах на горизонте действия такой идеи. Таким катализатором может быть объявление дивидендов, публикация сильной или слабой отчетности, ожидаемые движения на товарных рынках и т.п. Краткосрочные идеи «Лонг» не выпускаются на бумаги, по которым «Негативный» долгосрочный взгляд – и наоборот, краткосрочные идеи «Шорт» не выпускаются на бумаги с «Позитивным» долгосрочным взглядом.

Оценка доходности по идеям «Лонг» и «Шорт» определяется экспертным мнением аналитика в пределах 10-20%. Аналитик, как правило, предполагает, что катализатор(ы) сработает на обозначенном горизонте, в то время как другие факторы будут иметь меньшее влияние на доходность идеи – однако, полностью исключить риск влияния других факторов невозможно, поэтому эта доходность является целевой, но при этом не может быть гарантирована. В основе выбора аналитиком целевой доходности парной идеи (как правило, с шагом в 5%) является качественная, экспертная оценка аналитиком вероятности и значимости событий-катализаторов, заложенных в такой идее.

4.2.2. Оценка доходностей парных идей

Парные идеи предполагают одновременное открытие двух разнонаправленных позиций на одинаковый объем — «Лонг» (длинная позиция) по акциям компаний-фаворитов и «Шорт» (короткая позиция) по акциям аутсайдеров. Срок действия такой идеи краткосрочный – как правило, от 2 до 4 месяцев. На растущем рынке прибыль от лонга перекрывает убыток по шорту, а на падающем рынке – наоборот. Такая стратегия является рыночно-нейтральной и не зависит от текущих рыночных тенденций.

Выбор активов для парных идей основывается на анализе финансового положения компаний и их перспектив. Парный трейдинг может применяться к активам, зависящим от одних и тех же факторов, например, нефтяным компаниям и стоимости нефти, или к разным классам акций одного эмитента.

Аналитик подбирает парные идеи исходя из наличия 2-3 катализаторов (реже – 1) для компании-фаворита, и 1-3 рисков для компании-аутсайдера. Типичная целевая доходность для таких идей – от 15% до 20%, при этом целевой срок реализации такой доходности составляет, как правило, значительно меньше 1 года – от 3 до 4 месяцев. В идеальных условиях парные идеи должны давать от 1/4 до 1/3 разрыва между потенциалами роста цены двух активов – однако с учетом неравномерности роста и наличия катализаторов, как правило может превышать такой разрыв и, как следствие, достигать от 15% до 20% за достаточно короткий промежуток времени. В основе выбора аналитиком целевой доходности парной идеи (как правило, с шагом в 5%) является качественная, экспертная оценка аналитиком вероятности и значимости событий-катализаторов, заложенных в такой идее.

4.3. Вероятность достижения целевой доходности – Акции

Для оценки вероятности достижения целевой цены (вне зависимости от типа идеи: долгосрочная, краткосрочная, парная) мы используем исторические результаты дирекции инвестиционной аналитики Компании применительно к данному типу идей. За основу берется средний за период исторический результат доли выполнения таких идей по следующей формуле:

Историческая вероятность достижения целевой доходности = $(\sum Return \% * Period) / (\sum Period)$,

где $Return \% = \min(100\%; \max(0\%; (P_{close} + Divs) / P_{open} - 1) / ((1 + Upside_{Target})^{(\frac{Period}{365})} - 1))$, где

- Period – период фактического действия рекомендации, в днях (период между изменениями или подтверждениями целевой цены акции аналитиком)
- P_{close} – цена акции на конец периода фактического действия рекомендации
- P_{open} – цена акции на конец периода фактического действия рекомендации
- Divs – сумма дивидендов на акцию (руб.), выплаченных в период фактического действий рекомендации
- UpsideTarget – Потенциал роста акции на 1 год вперёд

Данная историческая вероятность достижения целевой доходности используется в следующей формуле расчета вероятности достижения целевой доходности:

Вероятность достижения целевой доходности =
Историческая вероятность достижения целевой доходности *
Поправочный коэффициент ,

Где поправочный коэффициент (с) – экспертная оценка текущей уверенности аналитика-автора идеи в достижении целевой цены, исходя из конъюнктуры рынка, катализаторов в акции/секторе/экономике и финансового состояния компании.

Поправочные коэффициенты собираются на регулярной основе, не реже раза в квартал, и могут быть пересмотрены на усмотрение аналитика. Поправочные коэффициенты принимают следующие значения:

Уверенность аналитика	Поправочный коэффициент (с)
Максимальная уверенность	1.1
Высокая уверенность	1
Средняя уверенность	0.9

4.4. Оценка доходностей идей - Облигации

4.4.1. Оценка доходностей краткосрочных идей

Спекулятивная идея – идея на полгода (6 месяцев), для которой ожидаемая аналитиком доходность превышает требуемый уровень, определяемый, как правило, как 50% (доля 6 месяцев в 1 году) от УТМ (доходности к погашению) ОФЗ (облигации федерального займа) со сроком погашения на горизонте 3-5 лет, увеличенной на 30%. Например, в начале 2023 года при ключевой ставке 7.5% доходность 3-5 летней ОФЗ составляла около 9%, значит требуемый уровень доходности составлял около $(9\% \cdot 130\%) \cdot 50\% = 6\%$.

Для расчета дохода за 6 месяцев по облигациям с фиксированным купоном использовалась либо формула через дюрацию или более точная через цены:

- Доход за полгода $\approx$ Дюрация * $(УТМ_{начальная} - УТМ_{конечная}) + УТМ_{конечная}/2$
 - Дюрация – Дюрация Маколея (не модифицированная)
 - $УТМ_{начальная}$ – текущая эффективная доходность к погашению
 - $УТМ_{конечная}$ – прогнозная эффективная доходность к погашению через 6 месяцев
- Доход за 6 месяцев = $Цена_{конечная}/Цена_{начальная} - 1 + Купон/Цена_{начальная} + ЭФ/Цена_{начальная}$
 - ЭФ – эффект капитализации (реинвестирования) купонов
 - $ЭФ = (1 + Купон/Периодичность)^{(П \cdot Периодичность)} - 1 - Купон$
 - $Цена_{конечная}$ – цена, при которой через год доходность будет равна $УТМ_{конечная}$.

$УТМ_{конечная}$ – определяется на основе схожих по кредитному качеству, сроку и ликвидности облигациям.

Мы берем в расчет (учитываем) рейтинг эмитента/гаранта/оферента/поручителя/инструмента (здесь и далее эмитента) облигации/долгового инструмента от аккредитованных ЦБ РФ рейтинговых агентств. В дополнение к этому мы проводим собственный кредитный анализ эмитента по следующим 12 параметрам:

- Волатильность сектора/рынка

2. Диверсификация бизнеса – операционный риск
3. Уровень маржинальности относительно конкурентов
4. Доля рынка
5. Текущая долговая нагрузка (Чистый долг/EBITDA для нефинансовых компаний, достаточность капитала для финансовых организаций, Коммерческий долг/доходы для субъектов федерации, Чистый Долг/ВВП для суверенных эмитентов)
6. Прогнозная долговая нагрузка или стресс-тест
7. Валютный и процентный риск (соответствие валютных структур выручки и долга, доля долга с плавающей ставкой)
8. График погашения долга и ликвидность (достаточность денежных средств, финансовых активов, кредитных линий и операционного денежного потока для погашения краткосрочного долга и долговых обязательств в ближайшие годы)
9. Личности и структура акционеров (в т.ч. история поддержки)
10. Регуляторные риски
11. Компетентность менеджмента
12. Долг на уровне акционера или возможность поддержки со стороны акционера

На основе собственного кредитного анализа экспертным способом определяем рейтинг эмитента, с учетом данных рейтинговых агентств.

Исходя из кредитного анализа строится карту рынка доходностей по эмитентам с сопоставимым рейтингом (+/- 1 ступень) и определяется средняя доходность для эмитентов сопоставимого рейтинга и срока. Эта доходность используется в качестве $YTM_{\text{конечная}}$. Также допускается учет прогнозов по доходностям рынка в будущем, например, при снижении или повышении ключевой ставки – в таком случае, полученная выше $YTM_{\text{конечная}}$ корректируется на экспертный прогноз-оценку изменения рыночных доходностей.

Для облигаций с плавающим купоном с привязкой к RUONIA или Ключевой ставке купон пересчитывается согласно прогнозу по ключевой ставке в предположении, что $RUONIA = \text{Ключевая ставка} - 0.2\%$ (среднее историческое значение). Изменение цены тела облигации с плавающим купоном по умолчанию не предполагается – в случае такой переоценки она делается на основе условной доходности (если бы ключевая ставка была на текущем уровне до погашения, а $RUONIA = \text{Ключевая ставка} - 0.2\% - 0.1\%$ (премия за волатильность RUONIA)), и методом подбора условная доходность снижается до требуемого уровня.

4.4.2. Оценка доходности краткосрочных идей до погашения

Для таких идей $YTM_{\text{конечная}}$ определяется только на основе текущих доходностей эмитентов без учета прогноза изменения рыночных доходностей в будущем. $YTM_{\text{конечная}}$ должна быть не ниже среднего уровня доходностей сопоставимых по рейтингу и сроку эмитентов. При этом кредитный анализ и определение рейтинга эмитента проводится как и в пункте выше.

4.5. Вероятность достижения целевой доходности – Облигации

Для оценки вероятности достижения целевой цены (вне зависимости от типа идеи: долгосрочная, краткосрочная) мы используем исторические результаты дирекции инвестиционной аналитики Компании применительно к данному типу идей. За основу берется средний за период исторический результат доли выполнения таких идей по следующей формуле:

Историческая вероятность достижения целевой доходности =

$$\frac{\sum \text{Return}_{Pos} \% \cdot \frac{365}{\text{Period}}}{\sum \text{Return}_{Pos} \% \cdot \frac{365}{\text{Period}} + \sum \text{Abs}(\text{Return}_{Neg} \%) \cdot \frac{365}{\text{Period}}},$$

где

- Return_{Pos} – доходность идеи против индекса Мосбиржи полной доходности корпоративных облигаций, при условии, что она выше 0%
- Return_{Neg} – доходность идеи против индекса Мосбиржи полной доходности корпоративных облигаций, при условии, что она ниже 0%
- Period – срок действия такой идеи, дней
-

Данная историческая вероятность достижения целевой доходности используется в следующей формуле расчета вероятности достижения целевой доходности:

Вероятность достижения целевой доходности =

Историческая вероятность достижения целевой доходности *

Поправочный коэффициент ,

Где поправочный коэффициент (с) – экспертная оценка текущей уверенности аналитика-автора идеи в достижении целевой цены, исходя из конъюнктуры рынка, катализаторов в акции/секторе/экономике и финансового состояния компании.

Поправочные коэффициенты собираются на регулярной основе, не реже раза в квартал, и могут быть пересмотрены на усмотрение аналитика. Поправочные коэффициенты принимают следующие значения:

Уверенность аналитика	Поправочный коэффициент (с)
Максимальная уверенность	1.1
Высокая уверенность	1
Средняя уверенность	0.9

4.6. Оценка доходности идей – Валюты

4.6.1. Прогноз валютного курса на основе дифференциала процентных ставок

Оценка будущей динамики валютного курса исходя из дифференциала процентных ставок предполагает, что реальный обменный курс двух валют остаётся стабильным в краткосрочном периоде (до 3 месяцев) и изменяется в рамках долгосрочного тренда в долгосрочном периоде (более трех месяцев). Для получения оценки трендового уровня реального обменного курса проводится сглаживание исторической динамики обменного курса (за последние 10 лет, месячные данные) с помощью одномерного фильтра Ходрик-Прескотта (НР фильтр) с параметром сглаживания $\lambda = 14400$ (рекомендуемый коэффициент для месячных данных). С учетом полученного трендового значения реального обменного курса, а также прогнозируемой инфляции в странах-эмитентах валют, изменение номинального обменного курса прогнозируется таким образом, чтобы реальный обменный курс соответствовал трендовому уровню на протяжении периода в следующие 3-12 месяцев.

4.6.2. Оценка доходностей краткосрочных и долгосрочных идей

Для оценки доходности валютной пары оценивается процентное изменение валютного курса в прогнозном периоде. Условием для формирования валютной идеи является изменение прогнозного валютного курса более, чем на 1% через 3 месяца (краткосрочная валютная идея) или через 12 месяцев (долгосрочная валютная идея).

4.7. Вероятность достижения целевой доходности – Валюта

Для оценки вероятности достижения целевой цены (вне зависимости от типа идеи: долгосрочная, краткосрочная) мы используем исторические результаты дирекции инвестиционной аналитики Компании применительно к данному типу идей. За основу берется средний за период исторический результат доли выполнения таких идей по следующей формуле:

Историческая вероятность достижения целевой доходности = $(\sum Return \% * Period) / (\sum Period)$,

где $Return \% = \min(100\%; \max(0\%; (FX Return) / (Target FX Return)))$, где

- Period – период фактического действия рекомендации, в днях (период между изменениями или подтверждениями целевой цены акции аналитиком)
- FX Return – изменение курса валюты в течение периода фактического действия рекомендации
- Target FX Return – целевое изменение курса валюты, заложенное аналитиком

Данная историческая вероятность достижения целевой доходности используется в следующей формуле расчета вероятности достижения целевой доходности:

Вероятность достижения целевой доходности =
Историческая вероятность достижения целевой доходности *
Поправочный коэффициент ,

Где поправочный коэффициент (с) – экспертная оценка текущей уверенности аналитика-автора идеи в достижении целевой цены, исходя из конъюнктуры рынка, катализаторов в акции/секторе/экономике и финансового состояния компании.

Поправочные коэффициенты собираются на регулярной основе, не реже раза в квартал, и могут быть пересмотрены на усмотрение аналитика. Поправочные коэффициенты принимают следующие значения:

Уверенность аналитика	Поправочный коэффициент (с)
Максимальная уверенность	1.1
Высокая уверенность	1
Средняя уверенность	0.9

*Ссылка на документ в БД РгД: найти и открыть необходимый документ в БД РгД, нажать на представление «Скопировать ссылку на документ», вставить ссылку в настоящий регламент путем нажатия клавиш Ctrl+V (ссылка должна быть активной: после вставки ссылки требуется нажать клавишу Enter), после нажать на активную ссылку правой кнопкой мыши и выбрать «Изменить гиперссылку». В открывшемся окне в поле «Текст» удалить ссылку и указать наименование документа, после нажать «Ок». В тексте настоящего регламента появится активная видоизмененная ссылка.