

ИНВЕСТИРУЙ КАК ГУРУ



КАК ПОВЫСИТЬ ДОХОДНОСТЬ
И СНИЗИТЬ РИСК С ПОМОЩЬЮ
СТОИМОСТНОГО ИНВЕСТИРОВАНИЯ

Чарли Тянь



альпина
ПАБЛИШЕР

бизнес

INVEST LIKE A GURU
HOW TO GENERATE HIGHER RETURNS AT
REDUCED RISK WITH VALUE INVESTING

CHARLIE TIAN, PH.D.

WILEY

Чарли Тянь

ИНВЕСТИРУЙ
КАК
ГУРУ



КАК ПОВЫСИТЬ ДОХОДНОСТЬ
И СНИЗИТЬ РИСК С ПОМОЩЬЮ
СТОИМОСТНОГО ИНВЕСТИРОВАНИЯ

Перевод с английского



альпина
ПАБЛИШЕР

МОСКВА
2022

УДК 330.322
ББК 65.263
Т99

Переводчик Светлана Родионцева
Редактор Вячеслав Ионов

Тянь Ч.

Т99 Инвестируй как гуру: Как повысить доходность и снизить риск с помощью стоимостного инвестирования / Чарли Тянь ; Пер. с англ. — М. : Альпина Пабlishер, 2022. — 292 с.

ISBN 978-5-9614-7205-9

На фоне биржевого бума в начале 90-х американский физик Чарли Тянь решил заняться инвестициями — и здорово прогорел. Тогда он решил разобраться, как выбирают акции признанные инвест-гуру. Тянь начал методично изучать портфели знаменитых инвесторов и анализировать их методики и стратегии для определения перспективных бумаг. Итогом его многолетнего исследовательского и практического опыта стала книга, которую вы держите в руках. В ней он рассказывает о простой, но эффективной стратегии для начинающих инвесторов и не только: постоянно совершенствовать свои знания и тщательно изучать решения умнейших инвесторов. Благодаря ей вы научитесь строить портфель из акций и снижать риски, находить компании с хорошей доходностью и избегать проблем с ними, грамотно оценивать акции, рынок и доходность. Эта книга для тех, кто хочет научиться «следовать за умными деньгами», чтобы самим стать немного Баффеттами или Линчами.

УДК 330.322
ББК 65.263

*All rights reserved. This translation
published under license with the original
publisher John Wiley & Sons, Inc.*

*Все права защищены. Никакая часть этой
книги не может быть воспроизведена в какой бы
то ни было форме и какими бы то ни было сред-
ствами, включая размещение в сети интернет
и в корпоративных сетях, а также запись в па-
мять ЭВМ для частного или публичного исполь-
зования, без письменного разрешения владельца
авторских прав. По вопросу организации доступа
к электронной библиотеке издательства обращай-
тесь по адресу mylib@alpin.ru.*

© 2017 by John Wiley & Sons, Inc.
All rights reserved

© Издание на русском языке,
перевод, оформление.
ООО «Альпина Пабlishер», 2022

ISBN 978-5-9614-7205-9 (рус.)
ISBN 978-1-119-36236-4 (англ.)

Содержание

Благодарности	7
Введение	9
 Глава 1	
Гуру	21
 Глава 2	
Стоимостное инвестирование и его проблемы	53
 Глава 3	
Покупайте только хорошие компании!	73
 Глава 4	
Еще раз: покупайте только хорошие компании — и знайте, где их найти	105
 Глава 5	
Покупайте хорошие компании по справедливым ценам	131
 Глава 6	
Покупка хороших компаний: чек-лист	163
 Глава 7	
Неудачи, ошибки и стоимостные ловушки	185
 Глава 8	
Пассивные портфели, доля денежных средств и результаты деятельности	211
 Глава 9	
Как оценивать компании	225
 Глава 10	
Рыночные циклы и оценка стоимости	261
 Эпилог	279
Примечания	281
Об авторе	291

Благодарности

Я благодарю Лэй, мою жену, за силы и вдохновение, которые она дает мне каждый день. Я благодарю своих родителей за веру в меня и поддержку на протяжении всей моей жизни. Я благодарю моего сына Чарльза, который создал первую версию компьютерного калькулятора дисконтированного денежного потока GuruFocus, когда ему было 12 лет; мою дочь Элис, чьи футбольные матчи были моей самой большой радостью; и моего маленького сына Мэтью, который дал мне столько веселья и счастья.

Также я хочу поблагодарить Дона Ли, Холли Лафон, Дэвида Гудло, Веру Юань и многих других членов команды GuruFocus. Благодаря им GuruFocus из просто хорошего сайта превратился в отличный.

Я благодарю 300 000 пользователей сайта GuruFocus и более чем 18 000 подписчиков за их отзывы и предложения на протяжении последних 12 лет. Именно они помогли нам сделать сайт GuruFocus.com еще лучше.

Никакими словами не выразить мою благодарность Уоррену Баффетту и Питеру Линчу, которые помогали мне, не подозревая об этом. Именно их рекомендации позволили мне полностью раскрыть свой потенциал и достичь новых вершин. Я также благодарен Соединенным Штатам Америки. Эта великая страна дала возможность осуществить мои мечты. Я благодарю свою альма-матер, Пекинский университет. Серьезная академическая подготовка, полученная за 11 лет

в университете, позволяет мне легко осваивать новые знания в разных областях.

Также мне бы хотелось поблагодарить наставников, с которыми мне посчастливилось встретиться и взять интервью за эти годы. Среди них Прем Уотса из компании Fairfax Financial, Фрэнсис Чоу из компании Chou Associates, Джоэл Гринблат из компании Gotham Funds, Том Руссо из компании Gardner and Russo, Дон Яктман и Джейсон Суботки из компании Yacktman Asset Management, Джефф Оксьер из компании Auxier Capital, Том Гейер из компании Markel Corp. и многие другие.

Спасибо Эрин Макнайт и Дженнифер Аффлербах, редакторам этой книги, и моим друзьям, Леанн Чень и Вэньхуа Ди, за их комментарии и предложения.

Введение

До приезда в США я даже не предполагал, что увлекусь игрой на бирже и это кардинально изменит мою карьеру и жизнь. Я любил физику, которую изучал много лет, и думал, что когда-нибудь стану профессором. Меня никогда не интересовал фондовый рынок.

Лето 1988 г. выдалось жарким даже для Техаса. Я приехал туда, чтобы работать на факультете физики Техасского сельскохозяйственного и политехнического университета в такой же «горячей» области: волоконная оптика и лазеры. Это было время стремительного роста интернета и телекоммуникационной отрасли, и все, что было связано с технологическим бумом и волоконной оптикой, вызывало ажиотаж.

К тому времени у меня уже была докторская степень по физике Пекинского университета в области лазеров и оптики. Я страстно хотел работать в этой отрасли с ее неограниченным, как казалось, потенциалом и обнаружил, что такие специалисты, как я, пользуются большим спросом. Менее чем через два года я начал работать в компании оптоволоконной связи, которая собиралась выйти на биржу. Бизнес процветал. Компания расширяла свои офисы и нанимала сотни инженеров. Сотрудников, которые приходили работать в эту компанию, больше всего привлекало предложение опционов на акции. Я понятия не имел, что это такое. Я просто знал, что это позволит мне разбогатеть!

Все говорили об акциях и опционах на них. *Это казалось классным и сулило деньги!* «Мне нужно купить эти акции, — твердил я себе. — Мне нужно покупать акции компаний по производству оптоволоконна!»

Казалось, что здесь я вне конкуренции. В конце концов, я в течение многих лет работал с лазерами и волоконной оптикой. У меня было много научных работ и 32 патента в этой области. Я точно знал, как это работает.

Я также знал, что делают компании по производству оптоволоконна. Я использовал их продукцию в своей работе, и спрос на нее был огромный. Интернет-трафик стремительно рос, и ожидалось, что потребность в пропускной способности интернета и в оптоволоконных сетях будет возрастать на 1000% в год. Такие компании, как Global Crossing, прокладывали оптические кабели через океаны. Компания WorldCom учредила увлекательный «терабайтный» конкурс, поставив цель повысить пропускную способность одного оптического волокна до терабайта в секунду. Казалось, что спрос на пропускную способность оптоволоконной сети будет расти в геометрической прогрессии бесконечно.

Аналитики писали, что на этом рынке в триллион долларов не может быть проигравших. Они обещали, что акции компаний по производству оптоволоконна вырастут вдвое за три месяца и это верно для любой из них, стоит ей только выйти на биржу.

Я начал скупать акции. В 2000 г. приобрел акции компаний New Focus, Oplink и Corning. Компания Corning — старый пес, который держал нос по ветру, — выпускала оптоволоконный кабель. Она не разочаровала меня: сначала цена на ее акции выросла вдвое, а потом еще подросла. Дела шли так хорошо, что компания провела дробление акций в пропорции 3:1. Это было здорово!

Позже, однако, стало понятно, как мне повезло, что у меня не было свободных денег для безудержной покупки акций.

Кровавая бойня

Счастье, впрочем, было недолгим — я успел как раз к концу.

Хотя я этого не знал, дела у моего работодателя шли не очень хорошо. К концу 2000 г. компания потихоньку начала отказываться от услуг подрядчиков и временных сотрудников. Оказалось, что у наших крупнейших клиентов, компаний WorldCom и Global Crossing, начались проблемы и они перестали закупать оборудование.

Затем случился теракт 11 сентября и все замерло. Продажи моей компании упали на 80% по сравнению с предыдущим годом, а WorldCom была на грани банкротства. Разработка новой продукции прекратилась, и мой работодатель стал безжалостно увольнять людей. За два неполных года компания потеряла более 75% сотрудников и едва держалась на плаву. Оставшиеся сотрудники, и я в том числе, радовались просто тому, что у них была работа. Уже никто не заводил разговоров об опционах на акции. Планы по первоначальному публичному размещению акций (IPO) были забыты, теперь уже навсегда.

Что случилось с моими акциями? На рис. 0.1 показана цена акций компании Corning в период с января 2000 г. до конца 2002 г. Я купил акции в январе 2000 г. по цене около \$40 (с учетом дробления). За девять месяцев их цена выросла втрое, приблизившись к \$110. Затем она начала падать. Какое-то время я не переживал, поскольку все еще был в существенном выигрыше. Естественно, падение никогда не бывает прямолинейным. Цена акций постоянно прыгала туда-сюда, и это давало надежду. Я продолжал повторять: «Она восстановится». Затем, в 2001 г., на фоне плохих новостей о ситуации в телекоммуникационной отрасли падение ускорилось. К середине 2001 г. я потерял половину своих инвестиций в акции и продолжал катиться на этих американских горках к самому дну.



Рис. 0.1. График цены акций компании Corning

Ситуация с моими акциями Oplink ухудшалась. Я купил их при первоначальном размещении в расчете на то, что цена удвоится через три месяца, как предсказывали аналитики с Уолл-стрит. Этого так и не случилось. Цены на акции Oplink практически так и не поднялись выше цены первоначального размещения. Разумеется, скачки цены давали мне надежду.

Мне было больно смотреть на остаток на моем брокерском счете, поэтому я перестал его проверять. Вместо этого я начал читать книгу Питера Линча «Переиграть Уолл-стрит»¹. Постепенно до меня начало доходить, что мои вложения в акции компаний по производству оптоволокна — чудовищная ошибка, поэтому в четвертом квартале 2002 г. я выбросил белый флаг и продал все с убытком свыше 90% как раз в тот момент, когда цены достигли дна и стали намного привлекательнее для инвестиций, как объясняется в главе 2.

Потребовалось около 15 лет, чтобы индекс Nasdaq вернулся к своим пиковым значениям 2000 г. В июне 2016 г.

даже после стольких лет значение индекса Dow Jones U. S. Telecommunications составляло чуть более 50% от максимума 2000 г.

Отрасль прошла путь от бума к краху. Пузырь лопнул. Как я позже узнал, этот цикл «бум — крах» повторялся уже не раз на протяжении истории фондового рынка.

Пузыри

В своей книге «Краткая история финансовой эйфории» (A Short History of Financial Euphoria)² профессор экономики Джон Кеннет Гэлбрейт анализирует спекулятивные пузыри с начала XVII в. Он говорит, что финансовая память «откровенно коротка», и считает, что пузыри — это следствие спекуляций на рынке в ситуации, когда возникает какой-то новый продукт или услуга и имеется избыток заемных средств.

Марк Твен сказал: «История не повторяется, она рифмуется». Оказывается, оптоволоконный пузырь — это всего лишь «рифма» других пузырей, которые случались раньше.

Первый зафиксированный экономический пузырь — тюльпанная лихорадка в Голландии в конце 1630-х гг. На ее пике любую луковицу тюльпана можно было продать по цене, эквивалентной многолетнему заработку квалифицированного рабочего. Люди продавали землю и дома, чтобы спекулировать на рынке тюльпанов. Другой феноменальный исторический пузырь связан с акциями Компании Южных морей. Компания была основана в начале XVIII в. и получила монополию на торговлю в Южном море в обмен на погашение военного долга Англии. Инвесторы оценили привлекательность монополии, и стоимость акций компании начала расти. Как и в случае любого другого пузыря, высокие цены подстегивали дальнейший рост цен, и даже сэр Исаак Ньютон не удержался от спекуляций. В 1720 г. Ньютон инвестировал

скромную сумму в акции Южных морей, через несколько месяцев он утроил свои вложения и закрыл позицию. Однако цена акций продолжала расти с еще большей скоростью. Ньютон пожалел о продаже, глядя на стремительно богатеющих друзей, и снова купил акции по цене, втрое превышающей ту, по которой он их продал. На время цена акций замерла, а затем рухнула. Ньютон продал акции с огромным убытком в конце 1720 г. Вся драма длилась менее года, и Ньютон потерял £20 000 — все свои сбережения.

Даже Ньютон, один из умнейших людей в истории человечества, не смог избежать потерь, связанных со схлопыванием финансового пузыря. После того как ему на голову упало яблоко, он создал классическую физику, но не смог ничего противопоставить жадности и страху. Позднее он написал: «Я могу вычислить положение небесных тел, но не безумие людей»³.

Отец-основатель сферы моих академических исследований потерял столько же денег во время биржевого пузыря, что и я, но мне от этого не легче.

Пузырь рынка компаний по производству оптоволоконна походил на все прошлые пузыри: в основе его лежала все та же жадность до чего-то нового и изобилие свободных и заемных средств. Как и раньше, спекуляции развернулись в результате взрывного роста интернета и надежды на то, что спрос на оптоволоконные сети также стремительно пойдет вверх и на нем можно будет хорошо заработать. Такие компании, как WorldCom и Global Crossing, заимствовали деньги на создание оптоволоконных сетей и прокладывали оптические кабели повсюду, что раздувало спрос на оборудование. Бизнес поставщиков оборудования, таких как Nortel, Alcatel и мой бывший работодатель, стремительно развивался. Они вкладывали большие деньги в разработку продукции и расширение производства, что привело к росту спроса на комплектующие для

оптоволоконна. В результате в Кремниевой долине, как грибы после дождя, стали появляться сотни компаний по производству оптоволоконных комплектующих.

Финансирование было неограниченным. Всего лишь презентация в PowerPoint могла принести десятки миллионов долларов инвестиций, чтобы запустить стартап. На конференции по оптоволоконной связи в начале 2001 г. в зоне встречи участников лежали горы бесплатных ручек. Можно было взять столько, сколько хочешь. Компании дарили всевозможные забавные сувениры любому, кто проходил мимо их стенда. Это был март 2001 г., индекс Nasdaq уже упал более чем на 60% по сравнению с прошлогодним максимумом, но компании по производству оптоволоконна все еще сходили с ума.

В отличие от доткомов, у которых не было дохода, у компаний по производству оптоволоконна он был. Выручка Oplink в 2001 г. составила \$131 млн, хотя она и снизилась на \$25 млн. Однако спрос на широкополосную связь не рос достаточно быстро. Инновации и чрезмерные вложения в телекоммуникационные технологии инвесторов вроде меня позволили достичь гораздо большей пропускной способности, чем требовалось для интернет-трафика. Избыток пропускной способности и чрезмерное развитие инфраструктуры значительно снизили стоимость передачи данных. Теперь можно было передавать гораздо больший объем информации через одно волокно, а волокон стало слишком много. Цена передачи данных упала: 97% проложенного оптоволоконна не использовались. Компании WorldCom и Global Crossing обнаружили, что не могут обслуживать свой долг, и были вынуждены начать процедуру банкротства. Прибыль упала во всей отрасли. К 2002 г. выручка компании Oplink снизилась на \$75 млн до \$37 млн. Мой бывший работодатель лишился свыше 80% выручки, и в последующие годы многие компании, производящие

телекоммуникационное оборудование, пришли в упадок. Отрасль так и не восстановилась, как и рынок луковиц тюльпанов.

Можно было бы предположить, что человечество извлекает уроки из прошлых пузырей, но пузыри продолжают появляться. На этапе надувания пузыря можно выделить четыре устойчивых типа участников:

1. *Рядовые граждане.* Это сравнительно недавно ставшие участниками рынка люди, которых захватила новая идея. Им кажется, что они в этом что-то понимают, и, поскольку их друзья и соседи богатеют на глазах, они тоже хотят запрыгнуть в вагон. Я был одним из них, как и сэр Исаак Ньютон. Хотя он считался самым умным человеком своего времени, на фондовом рынке Ньютон повел себя как обычный человек.
2. *Умники.* Они понимают, что происходящее ненормально, но надеются предугадать время схлопывания пузыря. Они хотят дождаться максимальной цены и продать акции перед самым падением. Как пошутил Уоррен Баффетт в своем письме к акционерам в 2007 г., после схлопывания пузыря доткомов в начале 2000-х гг. в Кремниевой долине появилась мода на наклейки на бампер «Господи, пожалуйста, еще один пузырь». И Господь услышал их молитвы. На этот раз на рынке жилья, и мы все знаем, чем все закончилось⁴.
3. *Игроки на понижение.* Эти участники рынка понимают, что ситуация ненормальна и положение нестабильно. Акции переоценены. Поэтому они открывают короткую позицию: берут акции займы и затем продают их в надежде снова купить по значительно более низкой цене или вообще не покупать, если компания обанкротится. И тут рынок начинает мотать им

нервы. Цены на акции продолжают расти, и короткие продавцы теряют все больше денег. Как отметил экономист Джон Кейнс: «Рынки могут оставаться иррациональными намного дольше, чем мы с вами можем оставаться платежеспособными». Это случилось с одним из самых маститых инвесторов, Джорджем Соросом, человеком, который сломил Банк Англии. В начале 1999 г. фонд Сороса сделал крупную ставку против акций интернет-компаний. Сорос видел надувающийся пузырь и знал, что интернет-лихорадка добром не кончится. Однако лихорадка не прекращалась, и к середине 1999 г. его фонд потерял 20%. Хотя Сорос понимал, что интернет-пузырь лопнет, но выкупил взятые займы акции и закрыл короткую позицию. Но это еще не все. От него требовали высокую доходность, он пошел против того, что знал — и что было правильным, — и превратился в следующего участника пузыря: вынужденного покупателя.

4. *Вынужденные покупатели.* Это профессиональные инвесторы, которые вынуждены участвовать в пузыре в основном из-за требования обеспечить краткосрочную доходность. Отказ от участия в «новом большом буме» делает их несовременными и может вызвать проблемы с работой или клиентами. Закрыв короткие позиции в акциях интернет-компаний и не желая покупать их самостоятельно, Джордж Сорос нанял человека, который купил их для него. Его портфель был набит акциями интернет-компаний, которые он ненавидел. Вдобавок новый специалист открыл короткую позицию в акциях компаний традиционной экономики. Это сработало. К концу 1999 г. фонд Сороса отыграл свои потери и закрыл 1999 г. с 35%-ным ростом. Проблема заключалась в том, что еще через несколько

месяцев предсказание Сороса о схлопывании интернет-пузыря сбылось и он снова остался у разбитого корыта.

Те, кто увидел пузырь и решил воздержаться от участия в нем в ожидании других возможностей на рынке, были (и есть) действительно умными инвесторами. Однако это не сильно облегчило им жизнь, особенно в случае управления чужими деньгами. Говорили, например, что Уоррен Баффетт «потерял нюх»⁵. Легендарный основатель хедж-фонда Джулиан Робертсон наблюдал, как его фонд летит под откос, потому что вкладчики стали забирать из него деньги после отказа от приобретения акций интернет-компаний; он закрыл свой фонд, когда пузырь начал схлопываться. Дональд Яктман, один из наиболее рациональных стоимостных инвесторов, потерял более 90% активов фонда в результате изъятия инвестиций вкладчиками. Совет директоров хотел, чтобы он покинул свой пост, и только борьба за доверенности помогла ему остаться в фонде, носящем его имя. Стивену Ромику, блестящему молодому управляющему фондом FPA Crescent Fund, повезло больше. Хотя 85% средств фонда было изъято, оставшиеся 15% акционеров, по его предположению, «просто забыли, что вложили деньги в этот фонд», и это позволило ему сохранить должность⁶.

Те, кто придерживаются той стратегии, в которую верят, даже в трудные времена, — истинные гуру инвестиций. В последующие годы после пузырей оптоволоконной отрасли и доткомов я прочел все, что написали эти мастера фондового рынка. Их взгляды полностью изменили мой подход к бизнесу и инвестированию и помогли мне стать более грамотным инвестором.

Я не помню, как набрел на Питера Линча, но из его книг⁷ я узнал об Уоррене Баффетте и его наставнике Бенджамине

Грэме. Затем я прочитал письма Баффетта к акционерам и партнерам за последние 40 лет. Эти письма стали для меня последней каплей. Я чувствовал себя как голодный человек, который досыта наелся впервые в своей жизни. Я подумал: *«Вот он, правильный подход к инвестированию!»*

Я понял, что в основе успешных инвестиций лежат знания и тяжелый труд. Это постоянное обучение на протяжении всей жизни — никакого другого секрета нет. Только благодаря обучению можно обрести уверенность в принятии инвестиционных решений. Знания и уверенность помогают мыслить рационально и независимо, особенно во время паники и эйфории на рынке, когда рациональное и независимое мышление особенно необходимо. Хорошая новость заключается в том, что если вы учитесь, то обязательно становитесь лучше.

Я основал сайт GuruFocus во время рождественских каникул 2004 г., чтобы поделиться полученными знаниями. За время существования сайта я, возможно, узнал больше от пользователей GuruFocus, чем они от меня. У меня нет слов, чтобы описать свое удовлетворение. Разумеется, я усердно трудился. Я вставал в 4:00 после всего лишь трех часов сна, работал до 8:00, завтракал и шел на свою основную работу в области оптоволоконной связи. Я приходил домой в 18:00 и сразу возвращался к моему сайту GuruFocus. Мне нравились праздники и выходные дни, потому что тогда я мог работать, не отвлекаясь на другие дела.

В 2007 г. я уволился со своей работы, чтобы посвящать все время и силы моему сайту. Также я постепенно собрал команду разработчиков программного обеспечения, редакторов и аналитиков для работы на GuruFocus. Мы разработали множество инструментов скрининга и добавили большой массив информации о портфелях лучших инвесторов, инсайдеров, отраслевых профилях и финансовых результатах

компаний. Я создавал инструменты скрининга и оценки поначалу для собственных инвестиций. Мы продолжаем совершенствовать их на основе отзывов наших сведущих пользователей. В настоящее время для принятия инвестиционных решений я пользуюсь только этими инструментами.

Я продолжаю инвестировать собственные деньги на фондовом рынке, по ходу совершая ошибки и извлекая из них уроки. Думаю, что я заметно вырос как инвестор. У меня теперь достаточный опыт и есть чем поделиться с моими детьми. Я надеюсь, они не повторят моих ошибок. Хотя в будущем они не обязательно пойдут в сферу инвестирования, но мне хочется дать им правильное направление в вопросе управления собственными средствами, именно поэтому я написал эту книгу. Считаю, что она будет полезна и тем читателям, у которых нет глубоких знаний в области инвестирования.

Эта книга состоит из трех частей. В первой части я рассказываю, где найти компании, которые могут приносить хорошую доходность при меньшем риске. Вторая часть посвящена оценке таких компаний и выявлению возможных проблем с ними. В третьей части обсуждаются вопросы оценки акций, общая оценка рынка и доходности. В книге использовано много понятных учебных и реальных примеров.

Глава 1

Гуру

Кто продолжает учиться, будет расти на протяжении всей жизни.

ЧАРЛЬЗ МАНГЕР¹

Болезненный опыт, полученный на фондовом рынке во время пузыря доткомов, показал, что я ничего не понимаю в акциях. Поэтому я взялся за учебу. В последующие годы я читал все, что мог найти у лучших инвесторов. Я читал книги, квартальные и годовые письма к акционерам и статьи, которые попадали в поле моего зрения. Я изучал их портфели в поисках идей для инвестирования. В 2004 г. я основал GuruFocus.com, чтобы делиться полученными знаниями. С того времени я узнал еще больше, поскольку многие инвесторы заходили на мой сайт, чтобы поделиться своим опытом.

Оказалось, что инвестированию можно научиться. Я обнаружил, что нет особых хитростей, которые позволят стать более успешным инвестором. Просто нужно учиться, учиться у лучших и учиться на ошибках — чужих, но в первую очередь на собственных. А еще нужно действительно много работать.

Питер Линч, Уоррен Баффетт, Дональд Яктман и Говард Маркс — величайшие инвесторы, оказавшие самое большое влияние на меня и мою философию инвестирования. Линч,

Баффетт и Яктман научили меня анализировать бизнес, компании и их акции. Маркс произвел на меня сильнейшее впечатление в вопросе подхода к анализу рыночных циклов и рисков. Далее в этой главе я поделюсь с вами тем важным, что узнал от них.

Питер Линч

Питер Линч — гуру, у которого я почерпнул большую часть своих знаний о том, как выбирать акции. Легендарный управляющий взаимным фондом Fidelity в 1980-х гг., который инвестировал в тысячи компаний и на протяжении 13 лет получал среднегодовую доходность 29%. Первые книги, которые я прочитал, — это его бестселлеры «Переиграть Уолл-стрит»^{*2} и «Метод Питера Линча: Стратегия и тактика индивидуального инвестора»^{**3}, они помогли мне заложить фундамент знаний в области инвестирования. Я постоянно перечитываю их и каждый раз узнаю что-то новое. Приведу несколько цитат Линча для объяснения базовых принципов его подхода к инвестированию.

«Прибыль, прибыль и еще раз прибыль»

Прибыль компании и коэффициент P/E (отношение цены акций к прибыли) — безусловно самые важные факторы при принятии решения о том, стоит ли инвестировать в акции той или иной компании. Хотя на цену акций могут влиять ежедневные заголовки новостей о ФРС, уровень безработицы, еженедельный отчет о занятости или ситуация в Европе,

* Линч П. Переиграть Уолл-стрит. — М.: Альпина Паблишер, 2014.

** Линч П. Метод Питера Линча: Стратегия и тактика индивидуального инвестора. — М.: Альпина Паблишер, 2020.

в долгосрочной перспективе этот новостной шум рассеивается. Как писал Линч⁴:

Одни пытаются выяснить, в чем именно причина успеха японцев и корейцев, но судьба акций в конечном счете определяется прибылью. Другие ориентируются на часовые колебания рынка, но в долгосрочной перспективе определяющим фактором все равно является прибыль.

Линч выделяет шесть категорий компаний:

- 1) быстрорастущие компании;
- 2) стабильные компании;
- 3) медленно растущие компании;
- 4) циклические компании;
- 5) выходящие из кризиса компании;
- 6) компании с недооцененными активами.

За исключением последней категории (компании с недооцененными активами) в основе классификации компаний лежит их прибыль. Прибыль быстрорастущих компаний увеличивается приблизительно на 20% год. Стабильные компании могут расти примерно на 10% в год. Прибыль медленно растущих компаний увеличивается менее чем на 10% в год. Прибыль циклических компаний, как видно из названия, подвержена периодическим колебаниям. Выходящие из кризиса компании уже вышли из убытков и начинают зарабатывать прибыль.

Линч считает, что при выборе компании для инвестирования прежде всего следует смотреть на ее прибыль, динамику роста прибыли и коэффициенты оценки на основе прибыли, если только вы не выбираете компанию с недооцененными активами. Всю эту информацию можно найти

в отчете о финансовых результатах. Узнав об этом, я решил проверить финансовые результаты купленных мной компаний по производству оптоволокна. Вот что я прочел в годовом отчете Oplink за 2001 финансовый год⁵:

Мы понесли существенные убытки с момента нашего основания в 1995 г. и ожидаем убытки в будущем. Наши чистые убытки составили \$80,4 млн, \$24,9 млн и \$3,5 млн за финансовые годы, закончившиеся 30 июня 2001, 2000 и 1999 гг. соответственно.

Иными словами, компания все это время теряла деньги и ожидает, что в будущем потери не прекратятся, — разве ее акции могут расти? Просто взглянув на прибыли, инвесторы вроде меня должны были отказаться от покупки акций компаний типа Oplink.

Я немедленно включил такую проверку в свою инвестиционную практику. На площади в районе, где я жил, друг напротив друга расположились два магазина — Starbucks и Blockbuster. Я выбирал между ними, размышляя над тем, чьи акции покупать. Это был октябрь 2001 г., и я часто посещал оба магазина, чтобы понаблюдать за их работой и оценить поток покупателей, как советовал Линч. Однако я не видел особой разницы между ними. Казалось, что в обоих магазинах вполне приличный поток посетителей, что подтверждалось весьма солидными показателями продаж. И уж точно я не мог предвидеть, что однажды Netflix задушит Blockbuster. Решающую роль сыграл тот самый постулат Линча — «Прибыль, прибыль и еще раз прибыль». Starbucks всегда была прибыльной компанией и росла более чем на 30% в год, в то время как Blockbuster терпела убытки четыре года из пяти, с 1996 по 2000 г. Кроме того, у Starbucks практически не было долгов и баланс выглядел намного лучше, чем у Blockbuster.

На основании этой информации мне было очень легко принять решение: я купил акции Starbucks в октябре 2001 г. и продал их в марте 2003 г., заработав 65% прибыли. После более глубокого анализа я понял, что Starbucks — это быстро-растущая компания, и пожалел, что вообще продал эти акции.

Поскольку прибыль является важнейшим показателем рентабельности, компании с более высокой нормой прибыли выигрывают у всех остальных. Компании, норма прибыли которых растет, выигрывают у тех, где норма прибыли падает⁶.

«Компании, у которых нет долгов,
не могут обанкротиться»

Если прибыль является показателем рентабельности компании, то вышеприведенная цитата Линча относится к ее финансовой устойчивости, которая отражается в ее финансовой отчетности.

Уровень задолженности компании — самый важный фактор при определении финансовой устойчивости. Компания становится банкротом, если не может обслуживать или выплачивать долги, даже если она располагает большим количеством ценных активов. Уровень задолженности компании зависит от характера ее бизнеса и операций. Если компании не нужен значительный капитал для роста, то вероятность, что она накопит большие финансовые долги, невелика. Одна из таких компаний — Moody's. Это рейтинговое агентство — любимый объект инвестирования Баффетта. Некоторым компаниям требуются значительные объемы заемных средств для обеспечения деятельности, поэтому они считаются капиталоемкими, например горнодобывающие или энергетические предприятия.

На основании долговой нагрузки можно выделить четыре категории компаний (А–Г).

А. Компании без долговых обязательств

Такие компании либо совсем не имеют долгов, либо имеют минимальный долг. Например, компания Chipotle Mexican Grill. Ее прибыль выросла на 30% без привлечения займов. Ниже приведены соответствующие статьи баланса компании Chipotle за последние пять лет (в млн \$):

Финансовый год	Дек. 2011	Дек. 2012	Дек. 2013	Дек. 2014	Дек. 2015
Денежные средства, денежные эквиваленты, легко реализуемые ценные бумаги	456	472	578	758	663
Текущая часть долгосрочного долга	0,133	0	0	0	0
Долгосрочный долг	3,5	0	0	0	0

В значительной мере рост компании Chipotle обусловлен ее выходом на новые рынки. Самая большая опасность для таких быстрорастущих компаний — это слишком быстрое расширение и потребность в заемных средствах для его финансирования. Очевидно, что Chipotle — это другой случай. При покупке таких акций по приемлемой цене, о чем мы будем говорить в главе 5, инвестиционный риск низкий.

Б. Компании с определенными долговыми обязательствами, которые легко покрываются за счет имеющихся денежных средств или операционного денежного потока

У большинства компаний есть определенный долг на балансе. Если такой долг меньше запаса денежных средств, то он может быть легко погашен, как, например, в случае компании Agilent Technologies, производителя контрольно-измерительного оборудования. Ниже приведены соответствующие статьи баланса и отчета о финансовых результатах (в млн \$):

Финансовый год	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Денежные средства	2262	1826	1429	2493	2649	3527	2351	2675	2218	2003
Текущая часть долгосрочного долга	0	0	0	1	1501	253	250	0	0	0
Долгосрочный долг	1500	2087	2125	2904	2190	1932	2112	2699	1663	1655
Выручка	4973	5420	5774	4481	5444	6615	6858	6782	6981	4038
Операционная прибыль	464	584	795	47	566	1071	1119	951	831	522
Чистый процентный доход	109	81	-10	-59	-76	-72	-92	-100	-104	-59

У компании Agilent есть долг. По состоянию на октябрь 2015 г. он равен \$1,65 млрд. Однако объем ее денежных средств составляет \$2 млрд. Теоретически она может погасить свой долг сразу же наличными в банке. Операционные результаты прошлых лет также говорят о хорошем финансовом состоянии компании. Даже во время экономической рецессии 2008 и 2009 гг. компания была в состоянии с легкостью обслуживать свой долг за счет операционной прибыли. Инвестор чувствует себя комфортно, когда видит, что компания способна обслуживать свой долг в будущем.

У некоторых компаний может не быть достаточно денежных средств для единовременного погашения долга, однако их операционный денежный поток позволяет спокойно обслуживать этот долг. Пример такой компании — AutoZone:

Финансовый год	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Денежные средства	92	87	242	93	98	98	103	142	124	175
Текущая часть долгосрочного долга	0	16	0	0	48	34	80	206	217	41
Долгосрочный долг	1857	1936	2250	2727	2882	3318	3718	4013	4142	4625

Окончание таблицы

Финансовый год	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Выручка	5948	6170	6523	6817	7363	8073	8604	9148	9475	10187
Операционная прибыль	1010	1055	1124	1176	1319	1495	1629	1773	1830	1953
Чистый процентный доход	-108	-119	-117	-142	-159	-171	-176	-185	-168	-150

У AutoZone долг всегда превышал запас денежных средств, но компания могла легко обслуживать долг, так как ее операционная прибыль во много раз превышала размеры процентных платежей и в плохие, и в хорошие времена. Хотя ее баланс не столь идеален, как хотелось бы инвестору, финансовая стабильность компании не вызывает беспокойства.

Более тщательный анализ показывает, что компания использует поток денежных средств от операций для выкупа собственных акций, что приводит к сокращению остатка ее денежных средств.

В. Компании с низким покрытием процентных платежей

Хотя я люблю пончики компании Dunkin', мне не нравится ее финансовая отчетность. Долг компании намного больше объема денежных средств. Хотя это утверждение верно и для AutoZone, компании Dunkin' приходится тратить гораздо большую часть своей операционной прибыли на погашение процентов по долгу. В тяжелые времена, такие как 2009 г., на погашение процентов по долгу уходило больше половины операционной прибыли.

Ниже приведены соответствующие статьи баланса и отчета о финансовых результатах компании Dunkin’:

Финансовый год	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Денежные средства	0	134	247	253	257	208	260
Текущая часть долгосрочного долга	0	13	15	27	5	4	26
Долгосрочный долг	0	1852	1458	1831	1826	1803	2428
Выручка	538	577	628	658	714	749	811
Операционная прибыль	185	194	205	239	305	339	320
Чистый процентный доход	–115	–113	–104	–73	–80	–68	–96

Для новичков: коэффициент покрытия процентов компании определяется как отношение ее операционной прибыли к выплатам по процентам по долгу. За финансовый 2005 г. операционная прибыль компании Dunkin’ составила \$320 млн, а процентные платежи — \$96 млн. Таким образом, коэффициент покрытия процентов равен $320/96 = 3,3$.

Осторожный инвестор не будет чувствовать себя комфортно, купив акции компании с такими финансовыми показателями. Коэффициент покрытия процентов выше 10 означает, что операционная прибыль более чем в 10 раз превышает процентный платеж по долгу, т. е. компания может легко обслуживать свой долг. Если наступит очередная рецессия или процентные ставки вырастут, а что-то из этого рано или поздно произойдет, то прибыль компании Dunkin’ резко упадет. В худшем варианте у компании даже могут начаться проблемы с обслуживанием долга.

Компания Dunkin’ Donuts — это пример компании со слабым балансом и относительно небольшой финансовой устойчивостью.

Г. Компании, неспособные обслуживать свой долг

Компании, финансовые показатели которых еще хуже, не смогут выстоять в тяжелые времена и находятся на пути к банкротству или уже обанкротились. Пример такой компании — SandRidge Energy. У нее всегда была высокая долговая нагрузка и очень скромные запасы денежных средств. Это похоже на ситуацию с компанией AutoZone, но SandRidge Energy с трудом генерировала достаточную операционную прибыль, чтобы обслуживать процентные платежи по своему долгу даже в хорошие времена, когда цена на нефть была на рекордно высоком уровне. После резкого падения цен на нефть в 2015 г. компания потеряла большую часть выручки от операционной деятельности и не имела возможности обслуживать долг. В мае 2016 г. она начала процедуру банкротства.

30	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Денежные средства	39	63	1	8	6	208	310	815	181	436
Текущая часть долгосрочного долга	26	15	17	12	7	1	0	0	0	0
Долгосрочный долг	1041	1052	2359	2581	2902	2826	4301	3195	3195	3632
Выручка	388	677	1182	591	932	1415	2731	1983	1559	769
Операционная прибыль	37	187	-1338	-1605	-7	429	325	-169	590	-4643
Чистый процентный доход	-16	-112	-143	-185	-247	-237	-303	-270	-244	-321

Инвесторам всегда следует избегать компаний с большим долгом. В самые лучшие времена рыночная капитализация компании SandRidge составляла \$12 млрд, и ее акционеры могли бы избежать потерь, если бы проанализировали баланс и прибыль. Я инвестирую в компанию только в том случае, если ее операционная прибыль не менее чем в 10 раз

превышает процентный платеж по долгу и в плохие, и в хорошие времена.

И опять же, как говорил Линч: «Компании, у которых нет долгов, не могут обанкротиться». Oplink, небольшая компания по производству оптоволокна, акции которой я купил во время технологического пузыря, теряла деньги первые девять из 10 лет после выхода на биржу (2000–2009 гг.). Она пережила две рецессии, и ей это удалось именно потому, что у нее не было долгов. Позже Oplink была приобретена компанией Koch Optics за \$445 млн. На момент приобретения у Oplink было \$40 млн денежных средств, а долг отсутствовал. Ее выручка выросла до \$207 млн в год, но компания все еще была едва прибыльной. А вот крупнейшие игроки телекоммуникационного рынка, такие как Nortel, WorldCom и Global Crossing, давно забыты. Слишком много долгов!

Уровень долга компании зависит от характера ее бизнеса и операций — некоторые виды деятельности просто лучше. Это ведет к третьему выводу Линча:

«Инвестируйте в бизнес, которым может управлять любой идиот»

Или полная цитата:

Инвестируйте в бизнес, которым может управлять любой идиот, поскольку нет гарантии, что идиот и в самом деле не окажется у руля⁷.

Есть два типа бизнеса, которым может управлять любой идиот. Первый — с простым продуктом и простыми операциями. Такая компания растет благодаря увеличению объема продаж или благодаря открытию аналогичного бизнеса в новых местах. В этом случае не требуется глубокого

понимания или знаний для выпуска продукции или принятия бизнес-решений. Как пишет Линч в своей книге «Метод Питера Линча: Стратегия и тактика индивидуального инвестора»⁸:

Оценивать состояние компании намного легче, если понимаешь, чем она занимается. Поэтому я предпочитаю вкладывать средства в производство колготок, а не в производство спутников связи, или в сеть мотелей, а не в оптоволокно. Чем проще компания, тем больше она мне нравится. Когда кто-то говорит: «Любой идиот может управлять этим бизнесом», я воспринимаю это как плюс, поскольку нет гарантии, что идиот и в самом деле не окажется у руля.

Возьмем для примера компанию Research-In-Motion, ныне BlackBerry, которой принадлежало почти 50% рынка смартфонов в США в 2008 г.: несколько неверных решений относительно продукции и медленное развитие уничтожили практически всю ее долю на рынке. Нужно было быть кем-то большим, чем просто гением, чтобы конкурировать с такими компаниями, как Apple и Google, которыми руководят гении.

Другой вид бизнеса, которым может управлять любой идиот, — это тот, где сильные конкурентные преимущества служат защитой от управленческих ошибок и дают достаточно времени для их исправления. McDonald's допустила много ошибок, таких как медленное реагирование на меняющиеся вкусы и потребности и наличие огромного меню, что привело к снижению уровня удовлетворенности клиентов. В течение трех лет, с 2013 по 2015 г., у компании падали продажи в одних и тех же точках, что является одним из важнейших показателей работы ресторанов. За пару

лет в компании сменилось много генеральных директоров, и казалось, что все делается неправильно. Затем, в октябре 2015 г., McDonald's ввела предложение «завтрак весь день» и внесла коррективы в приготовление блюд. К январю 2016 г. продажи в существующих точках взлетели, а акции выросли до рекордного уровня. В 2007 г. рыночная капитализация компаний Research-In-Motion и McDonald's была на уровне \$60 млрд. Из-за ошибок, допущенных компанией Research-In-Motion, ее общая рыночная стоимость сократилась более чем на 90%, в то время как капитализация McDonald's превысила \$100 млрд.

И вновь обратимся к компании Moody's — одному из любимых объектов инвестирования Баффетта. Это рейтинговое агентство получает выгоду от совместной с агентством S&P Global монополии на рынке кредитного рейтинга и рейтинга облигаций. Во время ипотечного пузыря середины 2000-х гг. компания злоупотребляла своими полномочиями рейтингового агентства и присваивала рейтинг AAA ипотечным ценным бумагам, которые на самом деле были очень рискованными. Компания частично виновата в ипотечном кризисе, и это стоило ей доверия. После ипотечного кризиса власти США и Европы установили правила, направленные на снижение влияния компаний Moody's и S&P Global, вынуждая эмитентов облигаций обращаться к их более мелким конкурентам, но этот шаг не сильно повлиял на рыночную долю Moody's. Теперь у компании рекордные продажи и почти рекордная прибыль. Цены на ее акции поднялись до новых максимумов.

Таким образом, если все остальные показатели схожи, покупайте акции компаний, которые могут расти, копируя то, что они делают, в большем количестве мест, или покупайте те, что защищены от конкуренции своими сильными преимуществами.

Уоррен Баффетт

Если у Питера Линча я научился методологии инвестирования, то Уоррен Баффетт повлиял на мое понимание бизнеса и философию инвестирования. Я прочитал все письма Баффетта партнерам и акционерам с 1950-х гг. по настоящее время, и это полностью изменило мое отношение к бизнесу и философии инвестирования. Каждый инвестор должен всегда помнить следующие три высказывания Уоррена Баффетта.

«Лучше купить отличную компанию по средней цене, чем среднюю компанию по отличной цене»⁹

Линч делил компании на шесть категорий и учил нас, как обращаться с каждой из них. Баффетт рекомендует инвестировать только в хорошие компании и покупать их по разумным ценам.

Хотя Баффетт добился потрясающего успеха в начале своей карьеры, покупая малодоходные компании по дешевке, наибольшую часть своего капитала он заработал на долгосрочном инвестировании в отличные компании, покупая их по привлекательным ценам. Под отличными понимаются такие компании, как See's Candy и GEICO Insurance. Больше 60 лет назад он назвал акции компании GEICO «своими самыми любимыми акциями»¹⁰ и придерживается этого мнения до сих пор.

Таким образом, возникают два вопроса:

1. Какие компании Уоррен Баффетт считает «отличными»?
2. И какую цену справедливой?

Отличные компании

По мнению Баффетта, отличные компании обладают следующими характеристиками.

1. *Существенное и надежное конкурентное преимущество, или экономический ров*

Экономический ров защищает компанию от конкурентов, не позволяя им зайти на ее рынок. Это дает компании большие ценовые преимущества, и она может наращивать свою прибыль длительное время.

Один из признаков надежного экономического рва — высокая норма прибыли, которую компания сохраняет или даже увеличивает в долгосрочной перспективе. В качестве примера еще раз можно привести Moody's. Эмитенты долговых обязательств нуждаются в Moody's больше, чем она в них. Либо эмитенты платят Moody's по установленным ею расценкам, либо им придется платить еще больше на долговом рынке, если у них не будет рейтинга. Как уже говорилось, даже с помощью правительств США и Европы конкуренты не в состоянии забрать у Moody's долю рынка. С таким конкурентным преимуществом Moody's может поддерживать высокую норму прибыли. Вот сравнение операционной прибыли Moody's и двух других наиболее успешных и прибыльных компаний за последнее десятилетие — Apple и Google.

Для новичков: операционная прибыль — это прибыль до уплаты процентов и налогов. Например, если розничная компания продала товаров на \$100, а купила их за \$60, ее валовая прибыль составит $\$100 - \$60 = \$40$. Из этой суммы компания должна покрыть расходы на аренду, заработную плату, интернет и т. п., которые составляют \$15. Ее операционная прибыль $\$40 - \$15 = \$25$. Таким образом, норма прибыли $\$25/\$100 = 25\%$. Норма операционной прибыли — это хороший показатель рентабельности бизнеса.

Ниже представлены данные об операционной прибыли (в %) компаний Apple, Google и Moody's:

Финансовый год	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Apple	13	18	19	27	28	31	35	29	29	30
Google	33	31	30	35	35	31	25	23	25	26
Moody's	62	50	43	38	38	39	39	42	43	42

В прошедшем десятилетии операционная прибыль компании Moody's была существенно выше, чем у других компаний.

2. Невысокая потребность в капиталовложениях и высокая рентабельность инвестированного капитала

Компании с низкой потребностью в капиталовложениях отличает то, что у них высокий оборот капитала и они могут обеспечивать высокую рентабельность инвестированного капитала. В результате только небольшая часть их прибыли реинвестируется в бизнес.

Годовая прибыль компании See's Candy составляла \$4 млн в 1972 г. А в 2015 г. она заработала \$1,9 млрд до налогообложения. Что еще лучше, для такого роста ей потребовались дополнительные инвестиции в размере всего \$40 млн. Более чем за 40 лет See's, находящаяся в собственности Berkshire Hathaway, потратила всего \$40 млн на капиталовложения, а принесла \$1,9 млрд. Таким образом, отношение капиталовложений к доналоговой прибыли у этой компании составляет чуть больше 2%.

Я рассчитал отношение капиталовложений к доналоговой прибыли для компаний Moody's, Apple и Google (в %):

Финансовый год	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Apple	23	20	17	10	11	22	17	18	18	16
Google	47	42	40	10	37	28	24	51	63	50
Moody's	2	16	12	14	11	8	4	4	5	6

Очевидно, что Moody's нуждается в гораздо меньших капитальных затратах для обеспечения роста, чем Apple и Google. Чтобы развиваться дальше, ей нужно только купить дополнительную мебель и компьютеры. Капитальные затраты составили всего 6% от чистой прибыли компании в 2015 г., остальные 94% после уплаты налогов можно было использовать для выплаты дивидендов и выкупа акций.

Ниже показана рентабельность инвестированного капитала для этих трех компаний (в %):

Финансовый год	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Apple				192	92	70	59	38	35	40
Google	76	53	46	54	62	57	44	37	34	33
Moody's	11,770		639	267	307	219	253	280	195	158

Хотя и Apple, и Google демонстрировали очень высокую рентабельность инвестированного капитала, у Moody's она была выше.

Для новичков: рентабельность инвестированного капитала (ROIC) показывает, насколько хорошо компания генерирует денежный поток на капитал, который она инвестировала в свой бизнес. Инвестированный капитал равен сумме собственного капитала и долга за вычетом денежных средств. Чем выше ROIC, тем эффективнее компания использует свой капитал.

Moody's выглядит лучше, чем Apple и Google, с точки зрения экономического рва и потребности в капиталовложениях. Однако это не гарантирует, что инвестиции именно в эти акции будут более эффективными даже в долгосрочной перспективе, поскольку важную роль играет еще один фактор. Это третья характеристика отличных компаний — рост.

3. Прибыльный рост

В таблице ниже представлены темпы роста прибыли на акцию (в %) трех компаний в годовом исчислении. В последнем столбце приведены средние темпы роста за последние 10 лет.

Финансовый год	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Среднее
Apple	45	73	37	69	67	83	60	−10	14	43	55
Google	98	34	0	53	29	13	9	18	10	9	27
Moody's	40	0	−28	−10	27	16	22	18	28	0	19

И Apple, и Google росли намного быстрее, чем Moody's. Более быстрый рост этих двух компаний внес огромный вклад в рост их внутренней стоимости или справедливых цен. Это основная причина, по которой акции Apple выросли почти на 1000% за последнее десятилетие, в то время как акции Google — примерно на 280%, а Moody's — всего на 80%.

Справедливая цена / внутренняя стоимость

Акция представляет собой долю собственности в компании. Поэтому справедливая цена акции — это стоимость той части компании, долю которой она представляет, или ее внутренняя стоимость. В целом внутренняя стоимость — это дисконтированная стоимость ожидаемого денежного потока, который может быть получен компанией в течение оставшегося срока ее существования, как объясняет Баффетт.

Взгляды Баффетта на рост довольно часто понимают неправильно. Многие полагают, что он не придает ему значения, однако рост — один из важных элементов его определения отличной компании. В своей статье 1951 г. «GEICO: ценная бумага, которая мне нравится больше всего»¹¹ он относит компанию GEICO к разряду растущих. Он пишет:

GEICO можно законно считать компанией роста... При этом есть основания полагать, что наибольшую его часть она покажет в будущем.

Разумеется, речь шла о прибыльном росте. В своем письме 1992 г. он написал¹²:

Рост всегда учитывается при определении стоимости. Он является переменной, значение которой может варьировать от незначительного до огромного, а влияние которой может быть как положительным, так и отрицательным.

Если компания прибыльно растет и демонстрирует положительную рентабельность инвестированного капитала, то ее внутренняя стоимость также растет. Стоимость отличных компаний может расти на протяжении долгого времени и приносить прибыль их акционерам. Для сравнения: малопродуктивные компании, скорее всего, не смогут наращивать свою внутреннюю стоимость со временем. Вероятнее всего, их внутренняя стоимость будет падать. Даже если инвестору удастся купить акции такой компании по привлекательной цене, как Баффетту в случае текстильных компаний, результаты все равно могут быть катастрофическими.

Не будет ли лучше для инвестора купить отличную компанию по отличной цене? В идеале — да. Однако с учетом состояния рынка и его размеров Баффетт изменил свое требование к оценке с «очень привлекательной цены» в 1977 г. на «привлекательную цену» в 1992 г., а затем на «справедливую цену» в последние годы.

Более глубоко вопросы оценки будут рассмотрены в главе 9.

Для большинства инвесторов, у которых не возникает таких проблем с размером портфеля, как у Баффетта, шанс отыскать отличные компании по прекрасным ценам намного выше. Это одно из преимуществ скромных инвесторов.

«Безумие вкладывать деньги в акции компании, которая стоит на 20-м месте в вашем списке, а не на первом»

После того как проделана вся эта тяжелая работа по поиску отличной компании для инвестирования, разве не очевидно, что инвестор должен сосредоточить в ней все свои вложения? Довольно сложно найти хотя бы одну хорошую идею для инвестиций, не говоря уже о 20. Зачем инвестору вкладывать деньги в 20-ю выбранную компанию, а не в первую?

Эта цитата Баффетта поразила меня своей очевидностью, однако ей сложно следовать, и не у многих инвесторов хватает духу инвестировать без диверсификации портфеля. Если инвестор уверен в своем анализе, ему будет несложно инвестировать максимально возможную сумму средств в инвестиционную идею, как сделал Баффетт в 1951 г., инвестировав в компанию GEICO. После четырехчасовой встречи с Лоримером Дэвидсоном, тогда еще будущим генеральным директором, в штаб-квартире компании GEICO и внимательного изучения всей доступной ему информации о компании и страховой отрасли Баффетт довел долю этой акции до 75% в своем инвестиционном портфеле стоимостью \$9800. «Даже после этого я считал, что мой портфель слишком диверсифицирован», — отмечает Баффетт¹³. Эта успешная сделка дала удачный старт его инвестиционной карьере и также резко увеличила его капитал. Позже он писал:

Диверсификация — это защита от невежества. Она не имеет смысла, если вы знаете, что делаете... Широкая диверсификация нужна только в том случае, когда инвесторы не понимают, что они делают.

Мы полагаем, что стратегия концентрации портфеля может существенно снизить риск, если она сопровождается глубоким изучением бизнеса компании и чувством

комфорта в отношении основных показателей компании до покупки.

Таким образом, ключом к сохранению концентрированного инвестиционного портфеля является максимально возможное понимание бизнеса компании и ее отрасли, которое обеспечивает инвестору достаточную уверенность для крупного вложения. Гораздо проще инвестировать крупные суммы, когда вы уверены в своем анализе и своей долгосрочной стратегии, — тогда вам не нужна сила духа для принятия решения.

Баффетт продолжил развивать эту тему в своем письме акционерам 1993 г.¹⁴:

В то же время, если вы знающий инвестор, способный понять экономику бизнеса и найти 5–10 разумно оцененных компаний с долгосрочными конкурентными преимуществами, то традиционная диверсификация не имеет для вас никакого смысла. Она может просто ухудшить ваши результаты и увеличить риск. Я не могу понять, почему такой инвестор предпочитает вкладывать деньги в бизнес, который находится на 20-м месте в списке привлекательных для него компаний, вместо того чтобы просто вложить больше денег в компании, которые занимают первые строчки, бизнес которых он понимает лучше всего и которые наименее рискованны наряду с наибольшим потенциалом прибыли. Как говорила великая Мэй Уэст: «Слишком много хорошего — это прекрасно!»

Смысл послания очевиден: придерживайтесь своих лучших идей. Один человек не может обладать глубоким видением и пониманием десятков компаний во многих отраслях и постоянно быть в курсе всех изменений.

Кто-то может сказать, что такие инвесторы, как Бенджамин Грэм, Вальтер Шлосс и Питер Линч, диверсифицировали свои портфели и добивались успеха. Грэм и Шлосс инвестировали строго в соответствии с определенными ключевыми параметрами, касающимися цен акций, и не уделяли особого внимания анализу бизнеса компании и ее руководства¹⁵. Таким образом, диверсификация необходима. Линч владеет акциями тысяч компаний. Однако непрофессиональным инвесторам он рекомендует сосредоточиться на 8–12 компаниях, потому что «владеть акциями — все равно что рожать детей — не увлекайтесь тем, что вам не по силам»¹⁶. Баффетту с его сконцентрированным портфелем живется намного проще; в свои 80 он может по-прежнему получать удовольствие от инвестирования, управляя портфелем, размер которого намного превышает размер портфеля Линча.

И, что более важно, крупные ставки приносят больше прибыли. На протяжении всей своей карьеры Баффетт управлял сконцентрированным портфелем, что является одной из главных причин, по которым он так долго остается лучшим инвестором. В настоящее время Баффетт управляет портфелем акций стоимостью свыше \$128 млрд и 70% его портфеля, или почти \$90 млрд, приходится на пять лучших позиций. По состоянию на 30 сентября 2016 г. эти позиции занимают исключительно отличные компании, акции которых были приобретены по справедливым ценам: Kraft Heinz, Wells Fargo, Coca-Cola, IBM и American Express.

После того как вы нашли горстку прекрасных компаний, акции которых продаются по разумным ценам, и включили их в свой сконцентрированный портфель, следующее, что нужно сделать, — это набраться терпения, что и является третьим ключевым моментом, которому я научился у Баффетта.

«Наш любимый срок инвестирования — навсегда»

Одна из распространенных ошибок, которую совершают инвесторы, — это продажа акций лучших компаний с целью получения быстрой прибыли и сохранение вложений в те компании, которые показали неважные результаты. Линч сравнивает такую стратегию со «срезанием цветов и поливом сорняков». Довольно сложно найти прекрасные компании, акции которых торгуются по разумной цене, поэтому важно держать такие инвестиции до тех пор, пока фундаментальные показатели компании хорошие, а оценка разумная. Вот полная цитата Баффетта из его письма акционерам 1998 г. о сроке инвестирования¹⁷:

На самом деле, когда мы владеем долей выдающейся компании с выдающимся руководством, наш любимый срок инвестирования — навсегда.

За период инвестирования происходят две вещи:

1. Разрыв между внутренней стоимостью и уплаченной ценой со временем исчезает.
2. Внутренняя стоимость компании со временем растет.

В долгосрочной перспективе рост стоимости может быть настолько высоким, что цена уже не будет иметь значения. Рассмотрим покупку компании See's Candy Баффеттом в 1972 г. Семья, контролировавшая компанию See's Candy, просила \$30 млн, но Баффетт не хотел платить больше \$25 млн. К счастью, продавцы приняли его предложение, иначе его инвестиционная компания Berkshire упустила бы прибыль \$1,9 млрд из-за разницы в цене \$5 млн¹⁸.

Кроме того, вкладываясь в акции, чтобы держать их долго, вы начинаете смотреть на них по-другому. Если во время

анализа вы нацеливаетесь на долгосрочную перспективу, то перестаете обращать внимание на текущие шумы. Вы можете сфокусироваться на вещах, которые действительно важны, такие как качество бизнеса, отрасль, в которой работает компания, и ее внутренняя стоимость.

Дональд Яктман

Питер Линч умеет находить хорошие идеи для инвестирования во всех шести категориях компаний; Уоррен Баффетт рекомендует инвестировать только в лучшие из них. Дональд Яктман идет еще дальше и говорит, что нужно инвестировать в хорошие компании, которые не зависят от экономических циклов.

Яктман не так известен, как Линч и Баффетт. Он является учредителем компании, носящей его имя, Yacktman Asset Management, под управлением которой по состоянию на 2016 г. находилось свыше \$17 млрд. Яктман заработал себе репутацию в 1980-х гг., показав выдающиеся результаты в качестве управляющего фондом American Shares Fund. В 1992 г. он учредил собственный фонд, а к 1997 г. активы фонда выросли до \$1,1 млрд. Это было время надувания технологического пузыря, но Яктман по-прежнему инвестировал в недооцененные прибыльные компании. Его фонд стал настолько сильно отставать от рынка, что вкладчики начали активно изымать деньги. В 1998 г. некоторые из директоров фонда настаивали на отстранении Яктмана, и только яростная борьба за доверенности позволила ему остаться в Yacktman Asset Management. К 2000 г. активы фонда сократились до жалких \$70 млн, но тут стратегия стоимостного инвестирования Яктмана снова начала работать. В 2000 г. фонд Яктмана превзошел S&P 500 на 20%, в 2001 г. — на 31%, а в 2002 г. — на 33%. Его фонд продолжал показывать отличные результаты

во время финансового пузыря 2008–2009 гг., опередив индекс S&P 500 на 11% во время краха рынка в 2008 г. и на 33% во время восстановления рынка в 2009 г. Я сочувствую тем вкладчикам, которые забрали свои деньги из его фонда и вложили их в амбициозные технологические фонды.

Основной принцип философии инвестирования Яктмана заключается в том, чтобы относиться к акциям как к облигациям, т. е. смотреть на них с позиции доходности, как в случае с облигациями. Ключевые моменты его стратегии связаны с типом бизнеса, руководством и инвестиционными пороговыми показателями.

Покупайте хорошие компании, которые не являются циклическими

Как и Уоррен Баффетт, Яктман рекомендует инвесторам сосредоточиться на хороших компаниях. Однако он добавляет детали и советует инвестировать только в хорошие нециклические компании с длительным сроком жизни продукции и коротким периодом повторной покупки. Хорошими примерами такой продукции могут быть потребительские товары вроде зубной пасты, соды для выпечки или презервативов. Потребители пользуются этими товарами ежедневно, и им необходимо постоянно пополнять их запасы независимо от состояния экономики. Кроме того, обычно потребители покупают такие товары за живые деньги, а не в кредит. Таким компаниям не нужно постоянно инвестировать в новые технологии и конкурировать с новыми поколениями продукции. Coca-Cola продает один и тот же напиток десятилетиями, а значит, такой товар имеет длительный жизненный цикл.

В фонде Яктмана такие компании преобладают — в период работы над этой книгой крупнейшими инвестициями фонда были вложения в Procter & Gamble, PepsiCo и Coca-Cola.

Компания Coca-Cola также является крупнейшей инвестицией Баффетта.

Как и Баффетт, Яктман предпочитает компании, которым не требуется больших капиталовложений для роста. Такие компании могут генерировать денежный поток по мере своего роста, а в отсутствие потребности в крупных капиталовложениях им не нужно влезать в долги. Таким образом, общий коммерческий риск у них существенно ниже.

Инвестору следует избегать компаний с длинным циклом повторной покупки товара, таких как автопроизводители. Эти компании отличаются высокой цикличностью и сильно конкурируют друг с другом, а потребители, как правило, покупают автомобили только тогда, когда экономика находится в хорошем состоянии. Чтобы оставаться конкурентоспособными, компании должны разрабатывать новые модели автомобилей, а также инвестировать в производство, чтобы идти в ногу с новейшими технологиями, поэтому их рост связан с большими капитальными вложениями.

Возьмем, например, моего бывшего работодателя, производителя телекоммуникационного оборудования. Его продукция во многом напоминает автомобили: спрос на продукцию есть только тогда, когда в экономике все хорошо; требуются огромные капиталовложения, на разработку нового поколения продукции уходит не менее пяти лет, а возможность продать оборудование предыдущего поколения после выхода на рынок нового оборудования крайне мала. Плохой бизнес. Я рад, что больше там не работаю.

Руководство

Качество руководства — это ключевой фактор долгосрочного успеха компании, особенно в тех сферах бизнеса, для управления которыми требуется чуть больше умений, чем у идиота.

Баффетт много раз подчеркивал, что при выборе компании для покупки ему важно, чтобы у нее было «честное и умелое руководство», однако, как однажды заметил управляющий хедж-фондом Мохниш Пабрай, руководители компаний хорошие продавцы. Сложно понять, способны ли они управлять, просто слушая то, что они говорят.

Яктман смотрел на то, как руководство распоряжается денежными средствами, заработанными компанией. Как он отметил в своей приветственной речи на конференции по стоимостному инвестированию GuruFocus в 2016 г., ориентированное на акционеров руководство делает следующее: не выплачивает себе чрезмерное вознаграждение, а направляет заработанные компанией средства в порядке убывания приоритета на:

1. *Реинвестирование*: полученные средства снова вкладываются в компанию для обеспечения ее роста.
2. *Поглощения*: если средств все еще больше, чем требуется, их вкладывают в расширение компании через поглощения. Инвестору следует быть очень внимательным к этому пункту и изучать результаты прошлых приобретений. Большинство крупных приобретений не срабатывают так, как ожидалось.
3. *Выкуп собственных акций*: руководство выкупает акции, если все еще есть средства. Инвестор хочет быть уверенным, что он не платит слишком большую цену при выкупе, поскольку это может привести к падению стоимости акций, оставшихся у акционеров.
4. Погашение долга.
5. Выплату более высоких дивидендов.

Баффетт также подробно описывал то, куда руководству следует направлять излишки денежных средств, в письме

акционерам 2012 г.¹⁹ Его взгляды очень схожи с убеждениями Яктмана.

Таким образом, при оценке качества руководства компании инвестору следует внимательно проанализировать, как оно формирует и использует капитал компании, и не обращать внимания на то, что оно говорит. В компаниях, которыми может управлять любой идиот, квалификация руководителей оказывает меньшее влияние на бизнес. Возьмем, например, McDonald's, о котором я упоминал ранее. За последнее десятилетие в компании сменилось немало генеральных директоров, и это привело к некоторым затруднениям в бизнесе, однако в целом компания чувствует себя очень хорошо. У компаний с более сложной продукцией и сферой деятельности эффективность руководства очень сильно влияет на конечный результат.

Установите пороговый уровень доходности

В основе успеха Яктмана в долгосрочной перспективе лежит то, что он устанавливает пороговый уровень доходности, от которой отталкивается при принятии решения. Он не покупал акции технологических компаний во время пузыря доткомов именно потому, что его не устраивал уровень их доходности. До схлопывания финансового пузыря в 2006 г. его вложения в инструменты денежного рынка были выше нормы, поскольку немногие акции соответствовали пороговому уровню доходности. После схлопывания финансового пузыря в 2008 и 2009 гг. у большинства привлекательных для него акций, которые он хотел приобрести в течение долгого времени, доходность поднялась намного выше порогового уровня, и он вложил в них все свои деньги. Благодаря такому дисциплинированному подходу Яктман получал доходность выше среднерыночной и во время кризиса

в 2008 г., и в период восстановления в 2009 г. В 2008 г., когда индекс S&P 500 потерял 37%, его результат был лучше на 11%, он ушел в деньги. В 2009 г., когда индекс S&P 500 вырос на 26,5%, его фонд заработал 60%, потому что он купил упавшие в цене акции на денежные средства, которые у него были наготове.

Пороговый уровень доходности рассчитывается на основе оценки, дивидендной доходности или ожидаемой доходности акций. Яктман использует термин «форвардная норма доходности», представляющая собой среднегодовую доходность, которую акции, как ожидается, будут приносить в ближайшие 7–10 лет. Более подробно о расчете и применении форвардной нормы доходности Яктмана я расскажу в главе 9.

Пороговый уровень доходности полезен для инвесторов при движении рынка в любом направлении. Когда рынок растет, он защищает инвесторов от покупки переоцененных акций. Когда рынок падает, те, кто придерживается порогового уровня, знают, когда нажать на спусковой крючок.

Все так просто? Разумеется, нет. Когда фондовый рынок растет и ни одна из акций не соответствует вашему пороговому уровню доходности, вы остаетесь на обочине, а рынок продолжает движение вверх. Крайне обидно наблюдать, как доходность вашего портфеля падает ниже средней по рынку и вы упускаете прибыль, а ведь это может продолжаться годами. Это особенно тяжело для профессиональных инвесторов, чьи результаты отслеживаются ежемесячно, если не ежедневно. Те, кто придерживается своего порогового уровня доходности, проигрывают, когда рынок высок и продолжает расти. Вернемся к Яктману. Показав отличные результаты в период с 2007 по 2011 г., его фонд снова оказался ниже рынка. В его портфеле было слишком много инструментов денежного рынка, чтобы демонстрировать доходность аналогичную

индексу S&P 500, который полностью состоит из акций. В это время даже у Баффетта результаты были ниже рынка.

Непросто придерживаться порогового уровня доходности и во время падения рынка. Когда рынок идет вниз, многие из акций, которые хотелось купить, достигают порогового уровня. Но вам страшно, поскольку рынок рушится. Фондовый рынок всегда падает быстрее, чем растет. Пузырь надувается намного медленнее, чем схлопывается. Цены акций, которые вы хотите купить, стремительно падают. Если вы купите их сейчас, то вскоре обнаружите, что потеряли 10%, 20% или даже больше. Однако если их не купить и ждать более привлекательной цены, то можно упустить возможность — в очередной раз.

Таким образом, установить пороговую ставку доходности и придерживаться ее очень сложно, но это крайне важно для успеха инвестора в долгосрочной перспективе. Только тот, у кого есть воля и возможность пожертвовать краткосрочной результативностью, может получить высокую доходность в долгосрочной перспективе.

Что делать, когда ни одна из акций не соответствует вашему пороговому уровню доходности? Это хорошее время для анализа. Это хорошее время составить список отличных компаний, которые стоило бы купить при более низкой цене, и подготовиться к их покупке в правильный момент.



Хотя я изложил то, что узнал от Питера Линча, Уоррена Баффетта и Дональда Яктмана, в трех разделах, они взаимно пересекаются и дополняют друг друга. Помимо прочего, меня вдохновляли работы и других инвесторов. Я читал письма Говарда Маркса из Oaktree Capital, Джереми Грэнтэма из GMO, Билла Найгрена из Oakmark Funds, Роберта Родригеса из FPA Capital и Стивена Ромика из FPA Crescent Fund. Этот список можно продолжать бесконечно.

Я очень многому у них научился. Как я уже говорил, инвестированию можно научиться.

Уоррен Баффетт, гениальный и самый успешный инвестор всех времен, осветил все темы, касающиеся бизнеса и инвестирования, в своих письмах акционерам компании Berkshire Hathaway. Он затрагивал широкий круг тем: от состояния экономики до вопросов ведения бизнеса, таких как корпоративное управление, качество менеджмента, бухгалтерский учет, налогообложение, слияния и поглощения. Он анализировал такие направления бизнеса, как страхование, банковское дело, розничная торговля, авиаперевозки, газеты и энергоснабжение и, конечно же, инвестирование. Я бы настоятельно рекомендовал ознакомиться с его письмами всем студентам бизнес-школ и тем, кто серьезно относится к управлению бизнесом и инвестированию. Если вы еще этого не сделали, советую заняться этим сразу же после прочтения моей книги.

Эти знания изменили меня, и теперь я смотрю на все в жизни, даже если это не связано с бизнесом и инвестированием, совершенно по-другому. Разумеется, я применяю все эти знания в собственной практике инвестиционного анализа и в следующих главах подробно расскажу, как это делать. Я хочу описать правильную концепцию инвестирования, чтобы вы могли заниматься им, опираясь на прочный фундамент, избежать многих ошибок и в конечном счете добиться долгосрочного успеха.

Читая и перечитывая письма Баффетта акционерам, я не переставал удивляться тому, как много он знает о бизнесе и инвестировании. Баффетт неоднократно говорил, что ему «при рождении было предначертано заниматься распределением капитала» и что концепция стоимостного инвестирования, которая заключается в «покупке долларовой купюры за \$40», мгновенно цепляет людей²⁰. Однако, даже если вы

мгновенно прониклись идеей стоимостного инвестирования, вам все равно нужно знать, как найти ту долларовую купюру, которую продают за \$40. Возможно, Баффетту при рождении было предначертано стать великим инвестором, но свои знания он точно приобрел не в момент рождения. Он учился у своего отца, Говарда Баффетта, у Бенджамина Грэма, Филипа Фишера, Чарльза Мангера и многих других, а также черпал знания из множества книг и отчетов. Он — «одна из лучших обучающихся машин на этой планете», как выразился его давний партнер Чарльз Мангер. Мангер продолжает:

Уоррену повезло, что он все еще может эффективно учиться и совершенствоваться даже после достижения пенсионного возраста. Навыки инвестирования Уоррена заметно улучшились с тех пор, как ему исполнилось 65 лет²¹.

Когда его однажды спросили, откуда он так много знает, Баффетт показал на стопку книг и докладов и сказал: «Читайте по 500 страниц каждый день. Знания нарастают, как сложные проценты»²². Тодд Комбс, один из преемников Баффетта, читает до 1000 страниц в день!²³

Я хочу закончить эту главу цитатой Мангера, которая перекликается с цитатой из начала главы:

Я постоянно вижу людей, которые преуспевают в жизни, хотя они не самые умные, иногда даже не самые усердные. Все дело в том, что они постоянно учатся. Вечером каждого дня они немного мудрее, чем были с утра, и, бог ты мой, это действительно работает, особенно, когда у тебя впереди много времени²⁴.

Глава 2

Стоимостное инвестирование и его проблемы

Не позволяйте высоким сорнякам заглушать прекрасные цветы в вашем саду.

Стив Мараболи¹

После схлопывания пузыря доткомов многие некогда очень дорогие акции технологических компаний стали продаваться практически по бросовым ценам. В октябре 2002 г. цена купленных мной акций компании Oplink по производству оптоволокна откатилась до уровня двухлетней давности с \$250 до \$4,5 (с учетом дробления). В то же время объем чистых денежных средств Oplink был выше \$8 на акцию, т. е. если бы компания прекратила деятельность, ликвидировала все активы и распределила денежные средства среди акционеров, то они получили бы в два раза больше. Иными словами, в какой-то момент изначально неудачные инвестиции могут стать вполне привлекательными, если цена будет правильной.

Это пример стоимостного инвестирования — стратегии, которая фокусируется на покупке акций компании с большой

скидкой к стоимости ее активов. Теоретическая основа этого подхода к инвестированию разработана Бенджамином Грэмом, основоположником стоимостного инвестирования и наставником Уоррена Баффетта².

Стоимостное инвестирование

Идея стоимостного инвестирования очень проста — это «покупка долларовой банкноты за \$40», как говорил Баффетт, который добился потрясающего успеха в самом начале своей карьеры, используя принципы стоимостного инвестирования³. Стоимостные инвесторы стараются купить акции компании по цене ниже внутренней стоимости активов и затем ждут, когда рыночная цена акции сравняется с этой стоимостью. Они определяют для себя минимальный разрыв между рыночной ценой и внутренней стоимостью, при котором можно покупать. Этот минимальный разрыв называется маржой безопасности и защищает инвестора от возможных ошибок при оценке стоимости активов.

Идея проиллюстрирована на рис. 2.1.

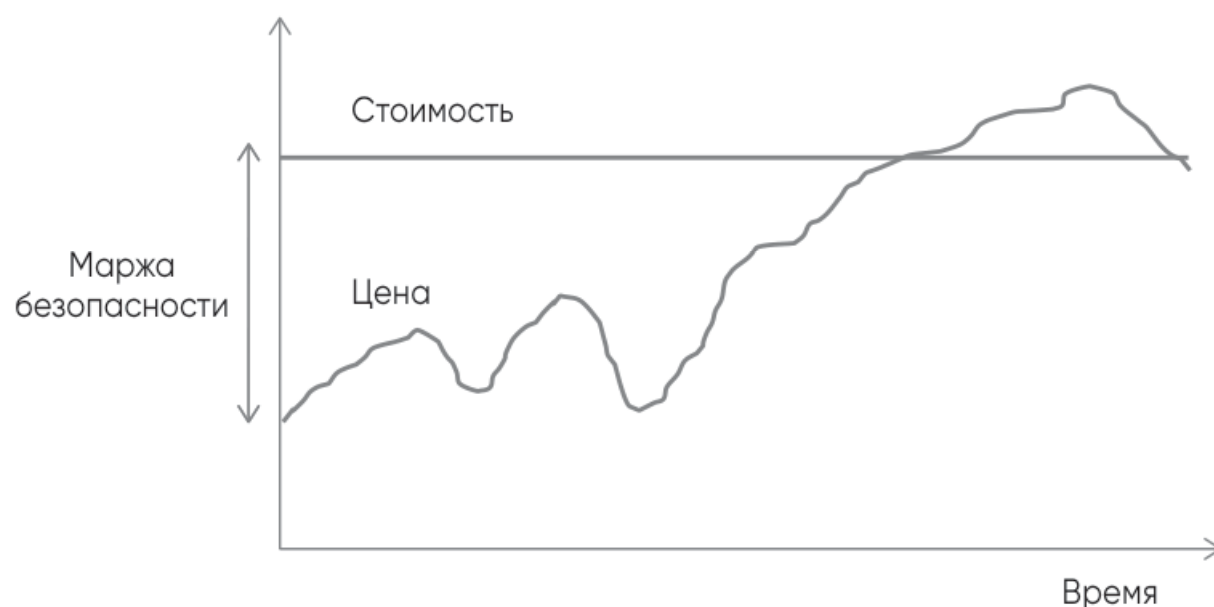


Рис. 2.1. Стоимостное инвестирование и маржа безопасности

Со временем разрыв между ценой и внутренней стоимостью может сократиться, и инвесторы получают прибыль от продажи акций по более высокой цене, приближающейся к внутренней стоимости.

Стоимостными инвесторами были Бенджамин Грэм и Вальтер Шлосс⁴. В своей классической книге «Разумный инвестор»^{*} Грэм говорит, что во избежание ошибок и неправильной оценки ситуации безопаснее иметь диверсифицированный портфель, который может включать свыше сотни компаний⁵. При оценке внутренней стоимости акции такие инвесторы фокусируются на финансовых показателях компании и не интересуются ее деятельностью.

Есть четыре способа оценки стоимости компании в зависимости от консервативности того подхода, который инвестор хочет использовать.

Балансовая стоимость материальных активов

При таком подходе за стоимость компании принимается только стоимость ее материальных активов, таких как денежные средства, дебиторская задолженность, товарно-материальные запасы, здания и оборудование за вычетом всех долговых и прочих обязательств. Нематериальные активы, такие как гудвилл, патенты, торговые марки, бренды и коммерческие операции, не учитываются. Таким образом, стоимость на акцию рассчитывается по следующей формуле:

Балансовая стоимость материальных активов на акцию =
= (совокупные активы — совокупные обязательства —
привилегированные акции — нематериальные активы) /
акции в обращении.

^{*} Грэм Б. Разумный инвестор: Полное руководство по стоимостному инвестированию. — М.: Альпина Паблишер, 2020.

Такой подход вполне консервативен, но можно пойти еще дальше.

Стоимость чистых оборотных активов

Для более консервативной и осторожной оценки мы исключаем из расчета стоимости внеоборотные активы, такие как здания, земля и оборудование. При расчете учитываются только оборотные активы, а все обязательства считаются текущими и подлежащими погашению. Стоимость чистых оборотных активов (NCAV) компании рассчитывается следующим образом:

$$\begin{aligned} \text{NCAV на акцию} &= \\ &= (\text{оборотные активы} - \text{совокупные обязательства} - \text{привиле-} \\ &\quad \text{гированные акции}) / \text{акции в обращении}. \end{aligned}$$

При таком подходе риск все еще существует, поскольку не у всех оборотных активов рыночная цена соответствует их учетной стоимости. Еще более консервативная оценка выполняется на основе суперчистого оборотного капитала.

Суперчистый оборотный капитал

При таком подходе товарно-материальные запасы и дебиторская задолженность дисконтируются до их балансовой стоимости, расходы будущих периодов считаются ничего не стоящими, а все обязательства — реальными. Формула расчета следующая:

$$\begin{aligned} \text{Суперчистый оборотный капитал (NNWC) на акцию} &= \\ &= [\text{денежные средства и краткосрочные инвестиции} + \\ &\quad + (0,75 \times \text{дебиторская задолженность}) + (0,5 \times \text{товарно-} \\ &\quad \text{материальные запасы}) - \text{совокупные обязательства} - \\ &\quad \text{привилегированные акции}] / \text{акции в обращении}. \end{aligned}$$

В случае оценки суперчистого оборотного капитала денежные средства учитываются полностью, дебиторская задолженность учитывается с коэффициентом 0,75 от балансовой стоимости, а товарно-материальные запасы — с коэффициентом 0,5 от стоимости. Все остальные активы не учитываются, а обязательства погашаются в полном объеме. Предполагается, что в случае срочной продажи компании это те средства, которые достанутся акционерам.

Чистые денежные средства

При оценке чистых денежных средств в расчете учитываются только денежные средства и краткосрочные вложения компании. Все остальные активы считаются равными нулю:

Чистые денежные средства на акцию =
 = (денежные средства и краткосрочные вложения –
 совокупные обязательства – привилегированные акции) /
 акции в обращении.

Кажется невероятным, что кто-то может продать часть компании по цене, которая намного ниже ее ликвидационной стоимости, но это часто происходит, особенно во время паники на рынке. Даже в июле 2016 г., когда рынок акций достиг своего исторического максимума, некоторые акции по-прежнему продавались по цене намного ниже их ликвидационной стоимости. В таблице ниже названы три из них. Все значения приводятся в расчете на акцию по состоянию на 19 июля 2016 г.

	Балансовая стоимость материальных активов, \$	NCAV, \$	Суперчистый оборотный капитал, \$	Чистые денежные средства, \$	Цена, \$
Emerson Radio Corp.	1,99	1,93	1,75	1,75	0,68
Adverum Biotechnologies Inc.	8,92	8,78	8,73	8,70	3,07
Carbylan Therapeutics Inc.	1,64	1,63	1,59	1,59	0,59

Значения снижаются от балансовой стоимости материальных активов к стоимости чистых оборотных активов, стоимости суперчистого оборотного капитала и чистым денежным средствам, поскольку возрастает консервативность расчета.

Эти данные взяты с сайта GuruFocus.com, где можно найти все значения для всех акций, а также посмотреть текущие и исторические значения. Также акции, которые продаются ниже их ликвидационной стоимости, можно отследить на сайте [GuruFocus](http://GuruFocus.com) на экранах All-In-One Screener⁶ и Ben Graham's Net-Net Screener⁷.

Очевидно, что инвесторы не потеряют деньги, если покупают акции по цене гораздо ниже ликвидационной стоимости компании, как это делал Грэм. В своей книге «Разумный инвестор» он пишет⁸:

Всегда казалось и до сих пор кажется до смешного просто сказать, что если инвестор может купить диверсифицированный пакет акций по цене меньшей, чем стоимость чистых оборотных активов... то результат должен быть вполне удовлетворительным.

И еще:

Идея состояла в том, чтобы купить как можно больше акций по цене ниже балансовой стоимости приходящихся на них чистых оборотных средств (т. е. без учета стоимости средств производства и других основных фондов). Как правило, мы покупали такие акции, если их цена составляла не более $\frac{2}{3}$ удельной стоимости «урезанных» активов. На протяжении многих лет мы старались придерживаться принципа широкой диверсификации инвестиций, формируя портфель как минимум из 100 различных акций.

Грэм искал компании, рыночная цена которых составляла менее $\frac{2}{3}$ стоимости их чистых оборотных активов. На сайте GuruFocus был создан инструмент Graham Bargain Screener для отбора таких компаний, см. <http://www.gurufocus.com/grahamnscav.php>.

Риск инвестиций в такие компании заключается в том, что качество руководства в большинстве из них не очень хорошее и они могут продолжать терять деньги. Чтобы уменьшить этот риск, на сайте GuruFocus была добавлена опция выбора компаний с положительным операционным денежным потоком. Эти компании, скорее всего, смогут осуществлять свою деятельность, не сжигая деньги.

Согласно Грэму, некоторые из этих компаний вполне могут стать неплатежеспособными при ухудшении экономических условий, поэтому важно диверсифицировать вложения.

Несмотря на то что эта стратегия хорошо работала у Грэма, такие сделки не актуальны для современных инвесторов, стремящихся создать диверсифицированный портфель. Во время резкого падения фондового рынка в 2008 г. на этом экране был длинный список, но он постепенно сокращался.

Мой опыт использования идеи Бена Грэма по отбору акций на основе чистых оборотных активов был неоднозначным. Как писал Грэм, если можно найти много таких компаний, то стратегия работает. В ином случае те немногие компании, которые вы отыскиали, не принесут вам успеха.

Ниже приведены 20 лучших акций, отобранных с помощью скринера по состоянию на 26 декабря 2008 г. Индекс S&P 500 находился на уровне 872 и потерял свыше 40% от своего максимума 2007 г. На момент написания книги значение индекса составляло 2163. Результативность 20 акций к июлю 2011 г. показана ниже.

Декабрь 2008 г., суперчистый оборотный капитал (S&P 500 = 872)

Компания	Цена на 26 дек. 2008 г.	Цена на 13 июля 2011 г.	Изменение, %	Комментарий
Heelys Inc.	2,52	2,24	–11	
Valpey Fisher Corp.	1,45	2,7	86	
Solta Medical, Inc.	1,35	2,6	93	
Emerson Radio Corp.	0,51	1,97	286	
Orbotech Ltd.	4,06	12,35	204	
Silicon Graphics International Corp.	3,76	15,87	322	
NUCRYST Pharmaceuticals Corporation	0,85	1,77	108	Поглощена
PECO II Inc.	2,1	5,86	179	Поглощена
Dataram Corp.	1,15	1,59	38	
Mattson Technology Inc.	1,2	1,94	62	
ACS Motion Control Ltd.	0,91	1,4	54	
Avanex Corp.	1,04	3,256	213	Поглощена
LinkTone	1,13	0,9701	–14	
PDI Inc.	3,39	7,72	128	
Actions Semiconductor Co. Ltd.	1,6	2,15	34	
Soapstone Networks Inc.	2,46	0,01	–100	
Transcept Pharmaceuticals Inc.	5,45	8,59	58	
ValueVision Media Inc.	0,29	8,29	2759	
Allianz SE	10,14	12,82	26	
GSI Group Inc.	1,65	11,99	627	
		Среднее	257,6	

Среди всех компаний только Soapstone Networks Inc была полностью убыточна. Три компании были приобретены с премией, а прибыль от них составила более 100%. Как группа, эти 20 акций в среднем выросли на 257%. Для сравнения: за тот же период индекс S&P 500 вырос на 48,5%,

а индекс Nasdaq — на 82%. 17 акций из 20 имели положительную доходность, самый высокий результат показала ValueVision Media Inc., которая за два с половиной года выросла более чем на 2700%. Акции GSI Group Inc. выросли на 600%; Silicon Graphics International Corp. — более чем на 300%; Emerson Radio Corp. — более чем на 280%. (Все это без учета дивидендов.) Выбор акций на основе стоимости чистых оборотных активов был чрезвычайно успешным, особенно в течение 12 месяцев, когда прирост составил более 150%.

По мере роста рынка количество таких акций сокращалось. К октябрю 2009 г. индекс S&P 500 отыграл часть падения, вызванного финансовым кризисом 2008 г., и поднялся выше 1000; мы нашли 12 выгодных для покупки компаний, которые представлены ниже.

Октябрь 2009 г., портфель на основе отбора
по суперчистому оборотному капиталу (S&P 500 = 1020)

Компания	Цена, \$
The9 Ltd.	7,57
Orsus Xelent Technologies Inc.	9,36
Heelys Inc.	2,15
eLong Inc.	9,74
TSR Inc.	4,1
Netlist Inc.	0,69
Forward Industries Inc.	1,72
United American Healthcare Corp.	0,99
Optibase Ltd.	6,35
magicJack VocalTec Ltd.	4,88
American Learning Corp.	0,52
MGT Capital Investments Inc.	15

Ниже приведены показатели результативности портфеля в течение следующих четырех лет.

Год	Портфель акций, %	S&P 500, %	Nasdaq, %
Окт. 2009 – сент. 2010	50,00	9,75	13,38
Окт. 2010 – сент. 2011	–17,00	–1,29	1,88
Окт. 2011 – сент. 2012	–2,00	24,68	25,69
Окт. 2012 – сент. 2013	–28,00	17,43	24,23

В первый год этот портфель показал очень хорошие результаты, и инвесторы получили бы огромную прибыль от его продажи через 12 месяцев, но с увеличением срока владения портфелем прибыль начинает постепенно снижаться.

Однако, поскольку мы продолжили отслеживать результативность акций, отобранных на основе чистых оборотных активов, портфели, сформированные после 2011 г., показали не очень хорошие результаты. В целом они нередко значительно проигрывали индексу S&P 500.

Ниже представлен портфель, сформированный на основе NCAV в апреле 2011 г., когда индекс S&P 500 был выше 1300.

Апрель 2011 г., портфель, сформированный на основе отбора по суперчистому оборотному капиталу (S&P 500 = 1332)

Компания	Цена, \$
China TechFaith Wireless Comm Tech Ltd.	21,6
Blucora Inc.	8,79
China-biotics Inc.	8,38
Jiangbo Pharmaceuticals Inc.	4,43
Noah Education Holdings Ltd.	2,16
eLong Inc.	14,25
Gencor Industries Inc.	7,85
Vicon Industries Inc.	4,75
TSR Inc.	4,99

Окончание таблицы

Компания	Цена, \$
Maxugen Inc.	5,21
Comarco Inc.	0,31
Actions Semiconductor Co Ltd.	2,44
Meade Instruments Corp.	3,66
BroadVision Inc.	14,45
Qualstar Corp.	10,74
Merus Labs International Inc.	1,62
Peerless Systems Corp.	3,16
Cytokinetics Inc.	9,06

Ниже показана результативность портфеля NCAV, созданного в апреле 2011 г., в течение последующих 12-месячных периодов.

Портфель, сформированный в апреле 2011 г.	Портфель, %	S&P 500, %	Nasdaq, %
Апрель 2011 – март 2012	–10	7,21	12,70
Апрель 2012 – март 2013	–20	11,41	5,69
Апрель 2013 – март 2014	11	18,38	27,18
Апрель 2014 – март 2015	–30	10,51	18,5

Этот портфель, сформированный на основе стоимости чистых активов, с самого начала демонстрировал более низкую доходность по сравнению с индексами и продолжил приносить серьезные убытки во всех последующих периодах, несмотря на рост рынка в целом.

В процессе наблюдения за доходностью портфелей, составленных на основе стоимостного анализа, мы обнаруживали все меньше подходящих акций с достаточной маржой безопасности. Если мы инвестировали в те акции, которые удалось найти, то результаты были, как правило, низкими и значительно отставали от рынка.

По сравнению с временами Грэма поиск компаний, акции которых стоили существенно ниже ликвидационной стоимости, сильно упростился благодаря современным технологиям. В результате игроков на рынке становится много, а подходящих акций — мало. Особенно в последние годы, когда процентная ставка упала и оценочная стоимость активов значительно выросла, стало трудно найти выгодные сделки с точки зрения стоимости чистых активов.

Лучшее время для использования этого подхода к инвестированию, когда можно найти много интересных вариантов, — это периоды кризисов на рынке, когда все охвачены паникой и сбрасывают свои акции. В такие времена многие акции, достойные более высокой оценки, также падают в цене, особенно если компания демонстрирует относительно низкие результаты. Когда на рынке акции в целом оцениваются высоко, а рынок растет, вполне возможно, что акции, цены на которые падают и которые появляются на экране стоимостного скринера, оцениваются справедливо. Их низкие цены, скорее всего, обоснованны, и приобретение таких акций приведет к существенным убыткам, что я наблюдал после 2011 г. Таким образом, при использовании стоимостного подхода инвесторам следует проявлять осторожность и знать о присущих ему проблемах.

Проблемы стоимостного инвестирования

Баффетт называл покупку посредственных компаний по ценам значительно ниже стоимости их чистых активов «инвестированием в сигарные окурки». По его словам, этот подход похож на «окурочек сигареты, найденный на улице, которого хватит лишь на одну затяжку (и) дыма от него немного, но дешевая покупка может обернуться неплохой прибылью»⁹.

Данный подход сопряжен с несколькими проблемами.

Эрозия стоимости со временем

Посредственные компании не создают стоимость для акционеров, наоборот — стоимость их бизнеса разрушается со временем. Иначе говоря, взаимосвязь между стоимостью и ценой не соответствует тому, что показано на рис. 2.1, она ближе к тому, что мы видим на рис. 2.2.

Следовательно, стоимость компании может уменьшаться, а начальная маржа безопасности постепенно сжиматься, даже если цена на акции не растет. Инвестору очень повезет, если цена на акции поднимется и он успеет продать их до падения.

Как отмечает Баффетт в письме акционерам 1989 г.: «Время — друг прекрасных компаний и враг посредственных»¹⁰.

Баффетт выучил этот урок, заплатив высокую цену за покупку малоперспективных компаний. Он считал своей самой большой ошибкой покупку контрольного пакета акций компании Berkshire Hathaway, которая в итоге обошлась ему и его партнерам в \$100 млрд¹¹. Акции продавались со скидкой к стоимости суперчистого оборотного капитала и менее чем за половину балансовой стоимости, но из-за операционных убытков компании Berkshire Hathaway и выкупа акций ее чистая стоимость упала с \$55 млн в 1964 г. до \$22 млн в 1967 г. В то время Баффетт также купил компанию розничной торговли с хорошим менеджментом со значительной скидкой к балансовой стоимости, но три года спустя ему «повезло» продать ее по той же цене¹².

Это также видно на примере портфеля, сформированного на основе суперчистого оборотного капитала в октябре 2009 г. В первые 12 месяцев портфель значительно переигрывал рынок. Однако в последующие три года он потерял свое преимущество, в то время как рынок продолжал расти.

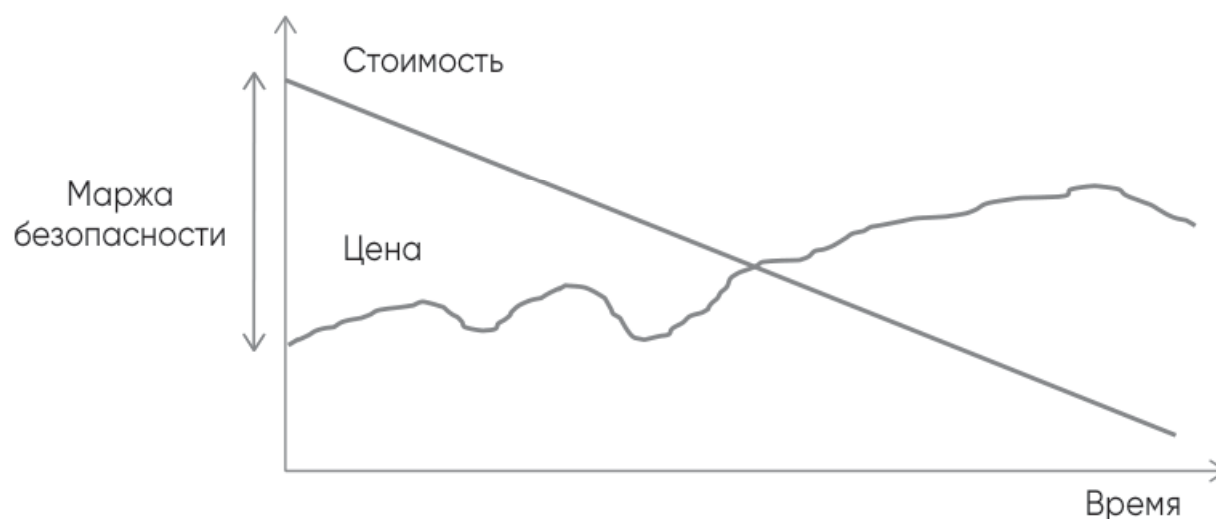


Рис. 2.2. Цена и стоимость посредственной компании

Выбор времени сделки и выдержка

Как говорилось выше, акции недооцененных компаний следует покупать, когда таких компаний на рынке много, однако, если рынок в целом падает, как было в 2008 г., портфель недооцененных компаний с большой долей вероятности потеряет намного больше, чем рынок. Если спад затянется, то многие компании в портфеле понесут большие операционные убытки и даже могут прекратить свое существование. Сохранение портфеля в плохие времена требует особой выдержки, как вам скажет любой, кто держал такие акции во время падения рынка или в рецессию и провел много бессонных ночей.

Кроме того, из-за стремительного падения стоимости бизнеса быстрая продажа акций недооцененных компаний приобретает ключевое значение, даже если цены на акции не растут. Как правило, наибольшую прибыль можно получить в течение первых 12 месяцев. Именно поэтому Чарли Мангер сказал: «Если вы покупаете акции, которые, на ваш взгляд, недооценены, вам нужно быть готовым продать их, когда цена приблизится к расчетной внутренней стоимости. Это тяжело»¹³.

Баффетт говорит, что покупка посредственных компаний по выгодным ценам для получения быстрой прибыли

напоминает быстрое свидание без намерения жениться. В такой ситуации крайне важно прекратить ухаживания вовремя, пока отношения не испортились.

Недостаточное количество подходящих акций

Чтобы избежать ошибок и катастроф, связанных с падением отдельных акций в стоимостном портфеле, важно его диверсифицировать. Однако при высоких ценах на рынке просто невозможно найти достаточное количество акций, необходимых для диверсификации. Такая ситуация наблюдалась в 2012 г. Скринер Net-Current-Asset-Bargain на сайте GuruFocus смог выбрать лишь горстку подходящих акций на американском рынке. Они просто начали испаряться по мере роста рынка. Такая ситуация может сохраняться долгое время, поскольку близкие к нулю процентные ставки приводят к росту стоимости всех активов.

Налоговая неэффективность

При коротком периоде владения любая прибыль, полученная американскими инвесторами от портфеля ценных бумаг, облагается подоходным налогом, если только речь не идет о пенсионном счете. Для тех, кто уплачивает налог по самой высокой ставке, он составляет почти 40% от прибыли ежегодно. Это резко снижает общую доходность в долгосрочной перспективе.



Хотя покупка недооцененных акций может быть очень прибыльной, эта стратегия стоит инвесторам очень много нервов. И что более важно — ухудшение состояния бизнеса и разрушение стоимости ставят инвесторов в еще более

рискованное положение. Поэтому им необходимо строго придерживаться правила непрерывной диверсификации портфеля и продажи акций в течение 12 месяцев независимо от того, сработали вложения или нет.

При такой стратегии основное внимание следует уделять небольшим компаниям с ликвидным балансом. Если у компании большое количество необоротных активов, таких как оборудование и здания, то процесс ликвидации может быть длительным и дорогостоящим, способным съесть всю стоимость активов. Баффетт прошел это на собственном опыте. Когда компания Berkshire Hathaway наконец закрыла свой текстильный бизнес и приступила к процессу ликвидации, оборудование, которое изначально стоило \$13 млн, все еще находилось в пригодном для использования состоянии, и его текущая балансовая стоимость составляла \$866 000. Общая сумма выручки от продажи оборудования составила \$163 122. С учетом всех пред- и постпродажных расходов чистая выручка оказалась меньше нуля¹⁴.

Держать вложения в компании со сложным бизнесом и неликвидными активами крайне опасно и дорого. Вы можете застрять с ними, надеясь, что ситуация изменится, как это было у Баффетта с текстильным бизнесом компании Berkshire Hathaway. Если покупка посредственных компаний по выгодной цене с быстрой прибылью похожа на свидание без намерения жениться, то покупка и долгосрочное участие — это как брак без любви. Чтобы такой брак работал, нужно уладить большое количество вопросов, и все равно он не будет счастливым.

В такой ситуации уже несколько лет находится Брюс Берковиц из Fairholme Fund, один из самых успешных управляющих взаимными инвестиционными фондами первого десятилетия этого века. Это очень дорого обходится и ему, и его вкладчикам.

Свыше 10 лет Берковиц держит крупную позицию в Sears Holdings, проблемной компании розничной торговли. Ее акции торговались выше \$160 до отделения дочерних компаний, и, хотя Берковицу были прекрасно известны проблемы розничного бизнеса компании, он долгое время считал, что Sears имеет огромную стоимость благодаря портфелю недвижимости и направлений бизнеса, и эту стоимость можно реализовать через продажу активов. К февралю 2014 г. акции компании потеряли более 70% своей стоимости и торговались по \$38, а Берковиц считал, что чистые активы Sears на акцию превышают \$150. В феврале 2014 г. он писал: «Если наши расчеты верны, то рыночная цена Sears [как ожидается] со временем вырастет с \$38 до этой величины»¹⁵. Два с половиной года спустя акции торговались ниже \$10. Даже если прибавить к этому стоимость, полученную в результате выделения земельных участков и права на покупку компании Seritage со скидкой, акции компании потеряли еще более 70%. Берковиц, однако, продолжил скупать акции Sears.

Тем временем Sears делала все возможное, чтобы разблокировать активы под руководством другого, казалось бы, способного стоимостного инвестора и финансиста Эдди Ламперта. В январе 2012 г. Sears выделила компанию Orchard Supply Hardware, акции которой продавались по цене свыше \$20, а сейчас торгуются по \$20. Компания не могла конкурировать с Home Depot и Lowe's, ни самостоятельно, ни в составе Sears, и стала банкротом. Другая выделенная компания Sears Canada никогда не была прибыльной после первоначального выхода на рынок в октябре 2012 г., когда ее акции торговались по \$18,5. С той поры акции потеряли более 80% стоимости, а компания идет к банкротству. Выделение компании Seritage пока идет относительно неплохо, но акционеры холдинга должны выкупать акции по \$29,5 вместо того, чтобы просто получить их, как в случае с другими выделяемыми

компаниями. Сам холдинг Sears терпит убытки на протяжении последних пяти лет. Большая часть выручки в размере \$2,7 млрд от продажи собственности компании Seritage ушла на покрытие операционных убытков лишь за 2015 г. Какую стоимость действительно разблокировал холдинг?

Кроме того, компания Sears выкупила большое количество акций за эти годы, чтобы «вернуть» капитал акционерам. Но поскольку компания продолжила терять деньги, оставшиеся акционеры могли только наблюдать, как их доля в убытках растет, а доля в активах уменьшается.

Можно, конечно, сказать, что акционеры Sears могли продать акции компаний Orchard Supply и Sears Canada после их выделения и получить прибыль. Я бы возразил на это, что акционерам Sears давным-давно следовало продать все свои акции. Как и Берковицу. Акционеры его фонда Fairholme чувствовали бы себя намного лучше, если бы он продал акции Sears по цене выше \$160, или шесть лет назад по цене выше \$70, или четыре года назад по цене выше \$40, или два года назад по цене выше \$30. Сейчас акции торгуются ниже \$10, но он все еще не сдается и продолжает их покупать, поскольку они еще сильнее «недооценены». Цена его ошибки для вкладчиков Fairholme оказалась слишком высокой. Фонд проигрывает индексу S&P 500 35% в последние три года и более чем 50% в последние пять лет. Стоит ли упоминать об упущенных возможностях?

Драма продолжается. Sears тратит огромные средства, пытаясь стабилизировать свой находящийся на грани краха розничный бизнес, надеясь составить конкуренцию таким компаниям, как Amazon и Wal-Mart. Берковиц вошел в совет директоров Sears. Такой шаг, несомненно, будет стоить ему еще больших моральных и психологических затрат. Сюрпризы продолжают. Пенсионный фонд компании Sears за последние несколько лет потерял \$2 млрд, что на сегодняшний

день более чем в два раза превышает рыночную капитализацию компании. Высвобождение стоимости компании заняло больше времени, чем ожидалось, а значит, скоро активы обесценятся еще больше. В мае 2016 г. Берковиц считал, что ситуация с пенсионными обязательствами улучшится, поскольку повышение процентной ставки ФРС казалось неизбежным¹⁶, однако в реальности процентная ставка продолжила снижение. Теперь он надеется, что потери в розничной торговле прекратятся в 2016 г., что маловероятно, поскольку убытки компании нарастают с каждым кварталом. Тем временем компания потеряла еще \$700 млн в первом квартале 2016 г. и выпустила долговые обязательства приблизительно на такую же сумму, чтобы сохранить свой остаток денежных средств.

Разве это не похоже на дыру, которая все расширяется? Зачем мне, как инвестору, ввязываться в эту неразбериху и наблюдать, как все рушится, надеясь на улучшение ситуации? Даже если это произойдет, что, на мой взгляд, крайне маловероятно, потраченные нервы просто того не стоят. Баффетт выразил эту мысль лучше всего¹⁷:

Такой подход к покупке неразумен, если только вы не управляющий конкурсной массой. Во-первых, исходная «низкая» цена не всегда гарантирует выгодную покупку. В проблемных компаниях сложности возникают одна за другой. Это напоминает борьбу с тараканами: не успеваете вы убить одного, как тут же появляется другой. Во-вторых, ваше первоначальное преимущество вскоре будет уничтожено невысокими доходами компании...

Есть более надежные способы зарабатывать деньги.

Глава 3

Покупайте только хорошие компании!

Возьмите простую идею и отнеситесь к ней серьезно.

ЧАРЛЬЗ МАНГЕР

Конечно, всегда можно найти более удачный способ заработать деньги!

Вместо покупки компаний с падающей стоимостью по дешевке в надежде, что дела пойдут лучше, почему бы не купить компании, чья стоимость растет? Весь свой бесценный опыт, полученный при покупке компаний по низкой цене, Уоррен Баффетт выразил одной фразой. Эти слова инвесторы должны запомнить крепко-накрепко: «Гораздо лучше купить отличную компанию по справедливой цене, чем среднюю компанию по отличной цене».

Именно такая философия позволила Дональду Яктману добиваться высоких результатов в течение долгого времени. В начале 1990-х гг. один из его сыновей предложил купить акции компании Chrysler. Акции торговались на уровне \$10 и казались недооцененными, но он сказал сыну: «Я полагаю, ты рассчитываешь на них заработать, но я не хочу в этом участвовать. Мне просто не нравится этот бизнес».

Яктман объяснил причину своего решения в своем приветственном обращении на конференции 2016 г. GuruFocus Value:

Для меня это все равно что приобрести производство, где полно активов, которые не работают. Здорово, конечно, получить это по \$20 за доллар; но я смотрю на другое производство, а там работа кипит... Ценность я вижу в денежном потоке, а не в активах. Реальную стоимость компании создают деньги, получаемые в результате использования активов.

Акционеры компании Sears, улавливаете суть? Да, у компании есть активы, и они кажутся ценными, но когда вы в последний раз покупали что-нибудь в Sears?

Яктман сравнивает приобретение компаний с посредственным бизнесом по низкой цене с движением на траволаторе, а покупку хороших компаний — с подъемом на эскалаторе, который обеспечивает постоянный рост стоимости компании. Нам, как инвесторам, следует фокусироваться на эскалаторах стоимости и *покупать только хорошие компании!*

Даже если среди маргинальных компаний и есть недооцененные, инвесторам лучше их игнорировать и обращать внимание только на хорошие компании. Мы хотим покупать хорошие компании, даже если они не выглядят дешевыми.

Какие компании можно считать хорошими?

Что такое хорошая компания?

Хорошей считается такая компания, которая может постоянно наращивать стоимость благодаря своей деятельности. Завтра она стоит больше, чем сегодня. В противоположность посредственному бизнесу, стоимость которого падает

со временем, стоимость хорошего бизнеса неуклонно растет, как в примере Яктмана. Стоимость компании становится все больше и больше, и время — ее друг.

Взаимосвязь стоимости и цены хороших компаний показана на рис. 3.1. Стоимость бизнеса растет, со временем цена акций следует за стоимостью и также увеличивается.

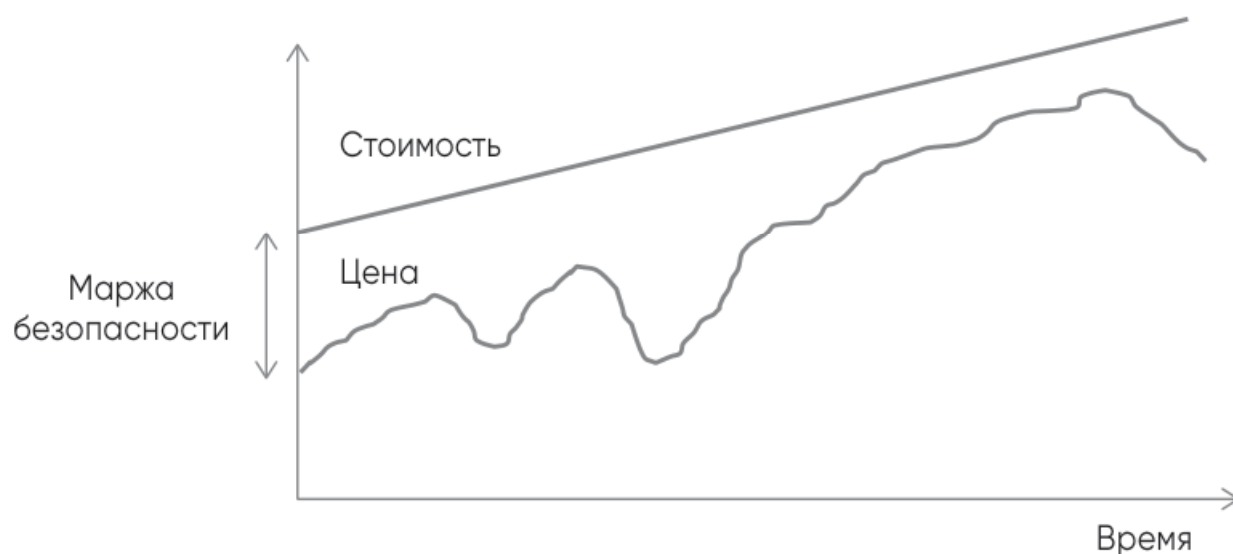


Рис. 3.1. Цена и стоимость хороших компаний

Поскольку стоимость бизнеса растет, как любовь в браке, многие проблемы перестают существовать. Надеюсь, вам понравится эта история.

Консультант по семейным отношениям проводил семинар в зале, полном людей, которым нужен был совет по отношениям. Он вывел на экран первый слайд с основным принципом успешного брака, на котором была всего одна фраза: «Любите друг друга вечно». Участники стали качать головой и говорить, что это сложно осуществить в реальной жизни. Затем консультант вывел на экран второй слайд, который гласил: «Если вы не можете это сделать, вам нужно придерживаться четырех правил: 1) идти на компромисс, быть терпимым и прощать; 2) сделать это привычкой; 3) прикидываться дураком; 4) также сделать это привычкой». Участники стали возражать еще сильнее, говоря, что невозможно следовать этим четырём правилам. Подождав, пока они успокоятся, консультант

открыл третий слайд, который гласил: «Если вы не можете следовать этим четырем правилам, вам нужно выполнить эти 16 пунктов: 1) не выходить из себя одновременно; 2) не повышать голос, если это не чрезвычайная ситуация; 3) позволять партнеру выигрывать в споре; 4) не ложиться спать, пока вы в ссоре; 5) быть всегда готовым извиниться...» После прочтения кто-то из участников рассмеялся, а кто-то вздохнул. Консультант вывел на экран четвертый слайд, который гласил: «Если вы не можете следовать перечисленным 16 правилам, вам нужно выполнить эти 256 правил»...

Так что ваша жизнь будет намного проще, если вы сможете найти компании, которые наращивают свою стоимость. Ниже представлены некоторые преимущества покупки хороших компаний.

Не нужно беспокоиться о времени покупки и продажи

В отличие от покупки посредственных компаний, когда инвесторы вынуждены продавать, если цена акций приближается к внутренней стоимости, и должны делать это до того, как падение внутренней стоимости негативно скажется на цене акций, хорошую компанию нужно лишь купить по разумной цене, а о продаже можно не беспокоиться. Такие акции действительно можно держать до бесконечности, поскольку стоимость компании только растет. Конечно, цены акций могут колебаться, но в долгосрочной перспективе они всегда следуют за внутренней стоимостью.

Больше гибкости в цене приобретения

Хорошая компания заслуживает более высокой цены. Возможно, вам придется приобрести акции по цене чуть выше, чем вы рассчитывали, что снизит общую доходность, но время

на вашей стороне, и при долгосрочном владении влияние более высокой цены покупки на общую доходность минимизируется. Кроме того, у вас всегда будет возможность увеличить позицию по более низкой стоимости, хотя и не обязательно по более низким ценам.

Баффетт нехотя заплатил \$25 млн за акции компании See's Candy в 1972 г. Позже он понял, что ему повезло, что продавец принял его цену, это была потрясающе выгодная сделка, хотя в момент покупки он так не считал. Упущенная возможность купить хорошую компанию по разумной цене может стоить гораздо дороже!

Нет риска безвозвратной потери капитала

Как сказал Питер Линч, «компании, у которых нет долгов, не могут обанкротиться». У хороших компаний хорошие финансовые показатели, и они могут стабильно приносить прибыль. Они постоянно приращивают стоимость. Рано или поздно инвесторы получают прибыль от владения акциями хороших компаний. Кроме того, инвестор с чутьем на хорошие компании вряд ли заплатит безумную цену за акции. И еще раз: время работает на вас.

Более высокая налоговая эффективность

Очевидно, что при долгосрочных вложениях инвесторы могут наращивать свой капитал, не выплачивая налог на прирост капитала до момента продажи акций. Даже если инвестор продает акции, прирост капитала облагается по более низкой ставке. Компания Berkshire Hathaway держит акции Coca-Cola три десятилетия, за это время прирост капитала достиг \$16 млрд, но Баффетт не заплатил ни цента в счет налога на прирост капитала, поскольку не продал ни одной акции Coca-Cola.

Более крепкий сон

Вам не нужно быть все время начеку в отношении бизнеса, который постоянно растет и лопается от денег, достаточно читать его квартальные и годовые отчеты. Вы крепче спите, что чрезвычайно ценно для инвестора.



Итак, как определить хорошую компанию? Инвесторы могут получить огромный объем информации о качестве бизнеса, просто взглянув на его прошлогоднюю финансовую отчетность. Но просмотра финансовой отчетности за один год недостаточно. Необходимо просмотреть финансовую отчетность компании хотя бы за один бизнес-цикл, чтобы увидеть, как она себя ведет в хорошие и плохие времена. Исторические финансовые данные компаний, акции которых торгуются в США и других странах, можно найти на сайте GuruFocus.com. Мы собираем исторические финансовые данные специально для этой цели.

Разумеется, требование анализа данных за хотя бы один бизнес-цикл исключает многие компании с короткой историей или новыми IPO. Инвесторам следует избегать новых компаний, которые еще не доказали своей надежности.

Не беспокойтесь о том, что вы упустите новый хит. Для долгосрочной результативности инвестиций гораздо важнее избегать ошибок и опасных зон.

Чтобы определить, является ли компания хорошей, инвесторам следует задать три фундаментальных вопроса при просмотре финансовой отчетности:

1. Приносит ли компания стабильную прибыль в хорошие и плохие времена?

2. Является ли компания некапиталоемкой и обеспечивает ли высокую рентабельность инвестированного капитала?
3. Обеспечивает ли компания непрерывный рост выручки и прибыли?

Далее я более подробно раскрою каждый из этих трех вопросов.

1. Приносит ли компания стабильную прибыль в хорошие и плохие времена?

Как говорил Линч, «прибыль, прибыль и еще раз прибыль», люди могут ставить на часовые колебания на рынке, но в долгосрочной перспективе именно прибыль является определяющим фактором¹. «Доказанная способность стабильно приносить прибыли» также важное условие для Баффетта при выборе компании для покупки.

Если компания может стабильно зарабатывать деньги, ее внутренняя стоимость постепенно растет. Акционеры получают выгоду в результате роста бизнеса, выкупа акций или выплаты дивидендов. Также рост стоимости сильно влияет на цену акций, поскольку в долгосрочной перспективе цена всегда следует за стоимостью.

В таблице ниже приведены результаты 454 компаний из индекса S&P 500, акции которых торговались на рынке с июля 2006 г. по июль 2016 г. Первая колонка — это количество лет, в течение которых компания была прибыльной с 2006 по 2015 финансовый год. Вторая колонка — это количество компаний, которые были прибыльными в тот же период. В третьей колонке показан среднегодовой рост стоимости акций за последние 10 лет. Четвертая и пятая колонки — это число и процент акций, которые все еще теряют деньги по прошествии 10 лет.

Кол-во прибыльных лет (2006–2015)	Число компаний	Среднегодовой рост стоимости акций, %	Число убыточных акций	% убыточных акций
10	291	11,1	6	2
9	88	7,1	15	17
8	32	6,6	9	28
7	20	4,4	7	35
6	12	0,8	4	33
5	8	4,5	3	38
4	1	42,8	0	0
3	0			
2	1	–0,6	1	100
1	1	4,2	0	0

В таблице четко видна связь между прибылью компании и результативностью ее акций. Из 454 компаний, которые торговались на бирже в течение последних 10 лет, 291, или 64%, приносили прибыль в каждом финансовом году с 2006 по 2015 г. В среднем за 10-летний период их доходность составляла 11,1% в год. Следующая группа, в которой компании приносили прибыль девять из 10 лет, имела среднегодовую доходность 7,1%, т. е. отставала от первой группы на 4% в год. В то же время только шесть акций, или 2% в первой группе, имели отрицательную доходность в 10-летнем периоде, против 17% акций во второй группе, которые принесли убыток инвесторам, владевшим ими в течение 10 лет. В следующую группу вошли акции, которые были прибыльными восемь из 10 лет и имели среднегодовой рост 6,6%; 28% акций принесли убытки за 10-летний период владения. Опять же, показатели этой группы были ниже, чем у первой, а убытки больше. И тенденция сохраняется.

Таким образом, при выборе компаний, стабильно приносящих прибыль, шанс потерять деньги существенно снижается. Средний рост стоимости намного выше.

Может возникнуть вопрос, почему рост стоимости в вышеприведенной таблице выше, чем рост индекса S&P 500 за последние 10 лет. Есть несколько отличий этого исследования от индекса:

- состав компаний, входящих в индекс S&P 500, менялся много раз за 10 лет, а в исследовании — нет;
- ребалансирование при расчете не проводилось;
- все акции первоначально имели равный вес.

Я сделал дополнительные расчеты для всех американских компаний, которые торговались на американском рынке в течение последних 10 лет. Результаты представлены в таблице ниже.

Кол-во прибыльных лет (2006–2015)	Число компаний	Среднегодовой рост стоимости акций, %	Число убыточных акций	% убыточных акций
10	1045	8,5	61	6
9	466	4,2	96	21
8	331	2,7	100	30
7	285	0,8	91	32
6	288	−1,4	99	34
5	306	−0,7	88	29
4	256	−3,3	83	32
3	208	−2,9	68	33
2	188	−4,2	55	29
1	204	−7	79	39

Выводы в целом такие же, что и для компаний индекса S&P 500. В последние 10 лет на рынке постоянно торговались 3577 компаний. Среди этих 3577 акций 1045, или 29%, зарабатывали деньги каждый год. В совокупности их среднегодовой рост составлял 8,5% в год, что в два раза больше,

чем рост 4,2% второй группы, компании которой были прибыльными девять лет из 10. У компаний, которые были прибыльными шесть и меньше лет за десятилетие, средний рост отрицательный, даже если держать их 10 лет. В целом компании, входящие в индекс S&P 500, показали результаты выше среднерыночного. Общая тенденция показана на рис. 3.2.

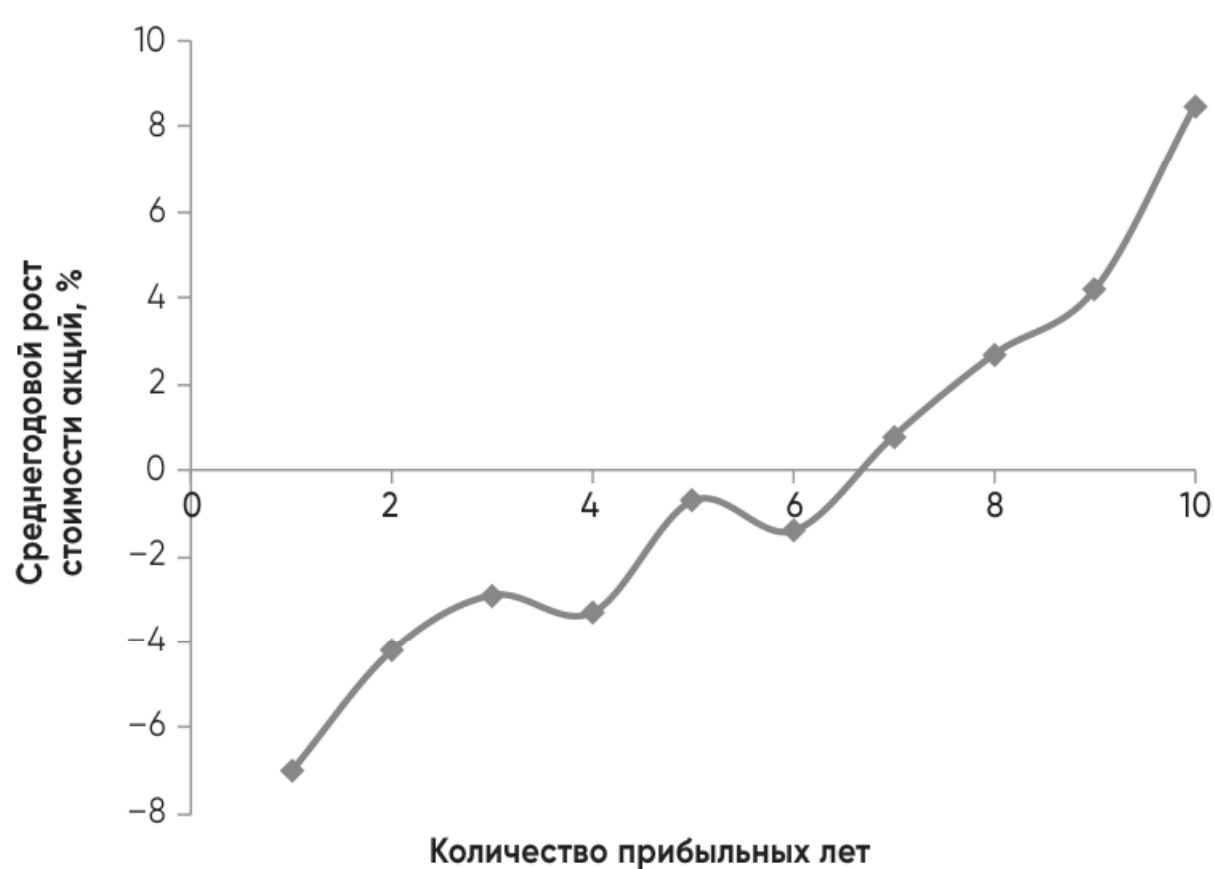


Рис. 3.2. Рост стоимости акций в зависимости от количества прибыльных лет у американских компаний

Вероятность потери денег на акциях существенно снижается, если компания устойчиво получает прибыль. Вероятность потери денег у инвесторов, которые купили акции компаний, получавших прибыль в течение всех 10 лет, составила 6%, а компаний, получавших прибыль девять из 10 лет, — 21%. Эта тенденция сохраняется, как видно на рис. 3.3.

Может возникнуть вопрос, учитывается ли в исследовании «ошибка выжившего», поскольку в нем рассматриваются

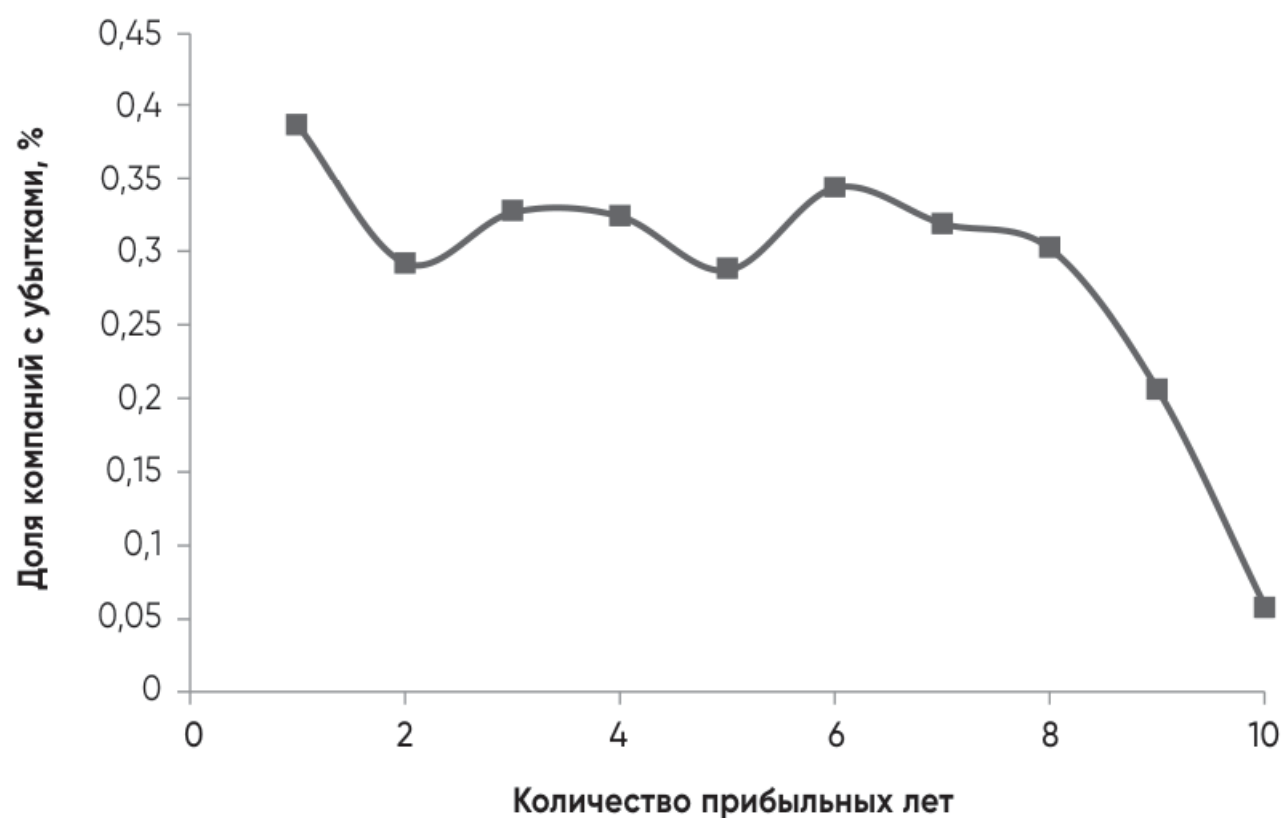


Рис. 3.3. Процент компаний с убытками в зависимости от количества прибыльных лет

только компании, которые торговались 10 лет назад и торгуются и поныне. Эта ошибка не учитывается, кроме того, исследование предвзято к компаниям, которые терпят убытки. Те компании, которые продолжают терпеть убытки и становятся банкротами, не включены в исследование. Если бы такие компании были включены, рост у компаний с убытками был бы еще меньше, а процент компаний с убытками был бы выше. Например, компания SandRidge Energy, упомянутая в главе 1, терпела убытки на протяжении шести из 10 лет и обанкротилась, следовательно, ее акции перестали торговаться на бирже, но она не была отнесена к убыточным компаниям в таблице выше. Те компании, которые продолжали зарабатывать деньги, но больше не торгуются, исключены из листинга фондовой биржи в основном в результате поглощения с премией к рыночной цене. И это еще раз доказывает, что время — друг хороших компаний и враг посредственных.

Просто покупая только те компании, которые всегда прибыльны, инвесторы могут избежать потерь и получить доходность выше средней. Но мы не можем предсказывать будущее. Даже если компания всегда была прибыльной, это не означает, что она продолжит приносить прибыль, поэтому следует инвестировать в те компании, у которых норма прибыли стабильно выше средней по рынку. Если компания может сохранять высокую норму прибыли в течение длительного срока, то, скорее всего, у нее есть экономический ров, который дает ей ценовые преимущества перед конкурентами. Более высокая норма прибыли также дает возможность компании сохранять прибыльность в трудные времена, когда компании с низкой или нестабильной рентабельностью могут скатиться к убыткам, что обычно приводит к болезненному падению цены акций.

Хороший вопрос: какую норму прибыли считать высокой? На рис. 3.4 показано распределение операционной прибыли

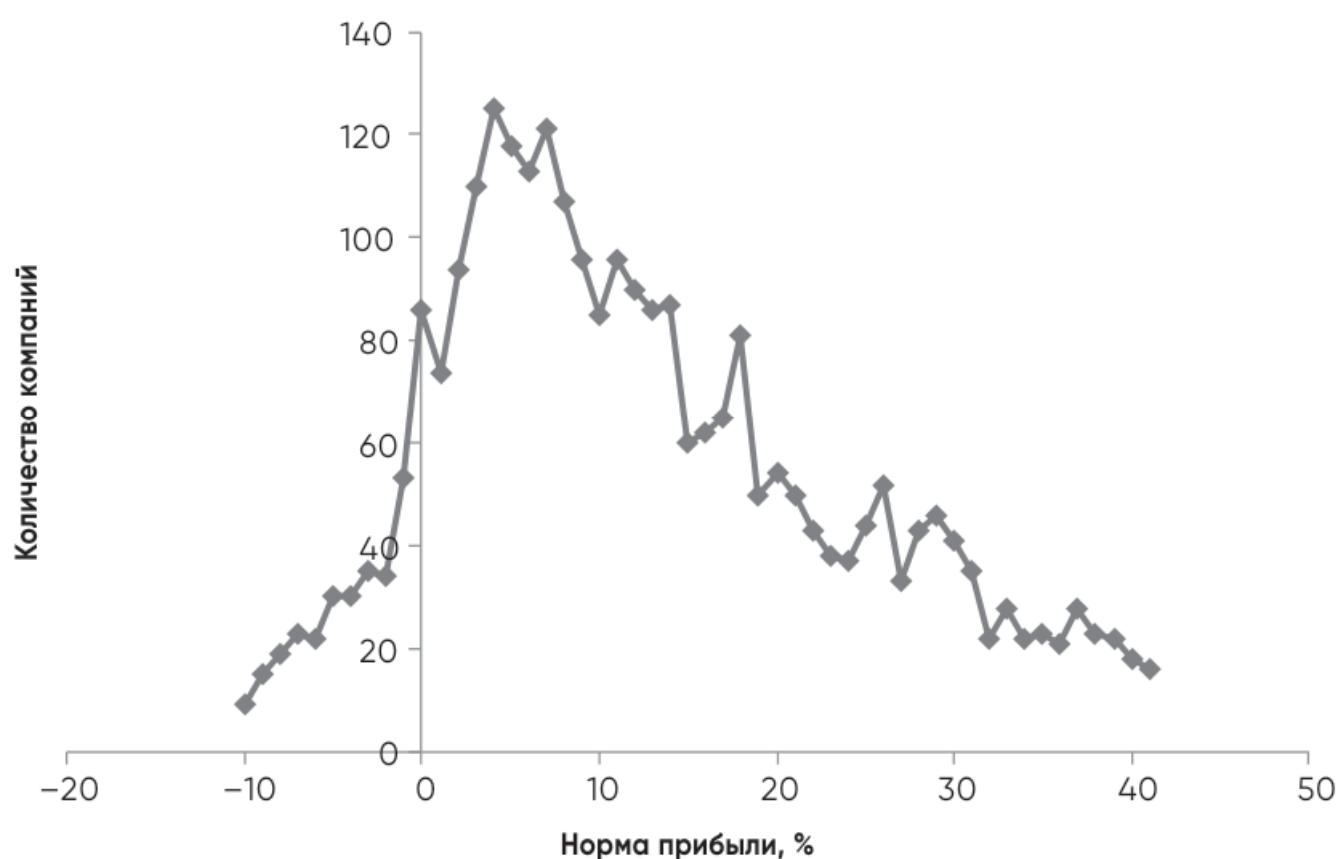


Рис. 3.4. Распределение нормы прибыли

(за 12 месяцев до июня 2016 г.) 3577 компаний, упоминавшихся ранее. У многих из них операционная прибыль составляла от 3 до 8%. Медиана — 10%. Приблизительно у 29% компаний операционная прибыль выше 20%; у 16% компаний — 30% и более; 12% компаний были прибыльны, и их 10-летняя медианная операционная прибыль превышала 20% на протяжении последних 10 лет.

Таким образом, если установить требование к операционной прибыли за 10 лет на уровне 20%, то только 429, или 12%, компаний в США удовлетворяют ему. На самом деле это довольно много. Дополнительное исследование этих компаний существенно сократит их число.

Интересно, что, если компания стабильно прибыльна на протяжении 10 лет, абсолютная величина нормы операционной прибыли не приводит к статистической разнице в результативности ее акций за последнее десятилетие. Как показано на рис. 3.5, для 1045 компаний, которые были стабильно прибыльными в течение последних 10 лет, нет четкой корреляции между средним годовым приростом цены акций и медианной операционной прибылью за тот же десятилетний период.

Стабильность операционной прибыли важнее ее абсолютного значения. Однако лучше отдавать предпочтение компаниям с более высокой нормой прибыли, поскольку с ее снижением растет цена ошибки.

В качестве примера в таблице ниже приведена операционная прибыль компаний Apple, Costco Wholesale и Alcoa за 10 лет.

Финансовый год	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Apple, Inc.	13	18	19	27	28	31	35	29	29	30
Costco Wholesale	2,70	2,50	2,72	2,49	2,66	2,74	2,78	2,90	2,86	3,12
Alcoa, Inc.	11,93	9,69	2,94	-8,12	2,61	6,01	2,00	-6,03	4,25	3,32

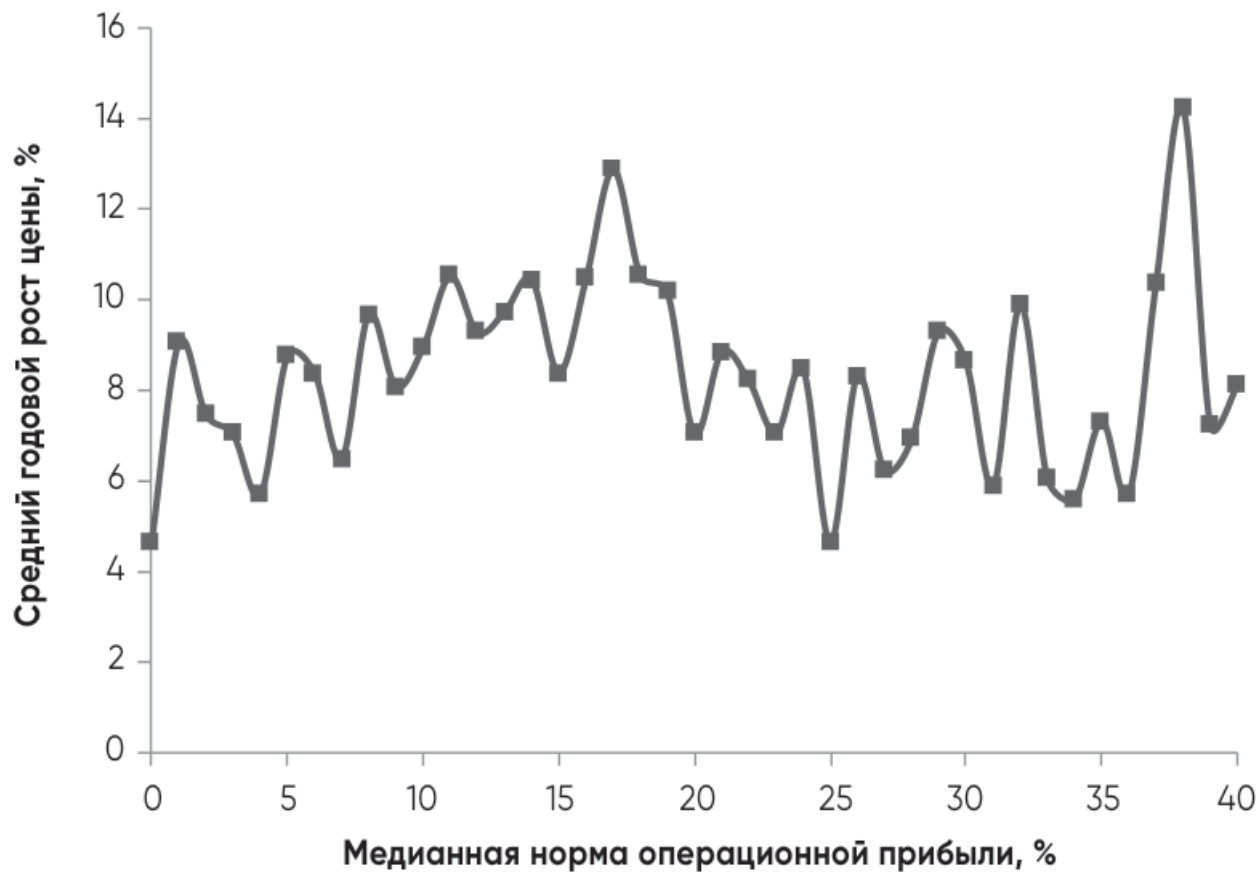


Рис. 3.5. Прирост цены акций и норма прибыли

Очевидно, что у Apple норма прибыли намного выше, чем у Costco и Alcoa. Хотя норма прибыли компании Costco ниже 3%, она очень стабильна. В среднем рост цены ее акций составлял более 13% на протяжении последних 10 лет. У Alcoa был операционный убыток в период с 2009 по 2013 г. После выплаты процентов по долговым обязательствам компания Alcoa получала убыток в четырех из 10 лет. Цена на ее акции за эти 10 лет упала на 64%.

Таким образом, чтобы определить, является ли компания хорошей, первый и главный вопрос, на который нужно дать ответ, — получает ли она стабильную прибыль. Всегда помните высказывание Линча: «Прибыль, прибыль и еще раз прибыль» — компании создаются, чтобы зарабатывать деньги. Только те компании, которые зарабатывают деньги, могут быть устойчивыми. Способность стабильно зарабатывать деньги — основной критерий, который позволяет отнести компанию к хорошим. Разве это не очевидно?

2. Является ли компания некапиталоемкой с высокой рентабельностью инвестированного капитала?

Если вы когда-нибудь управляли компанией, то знаете, как сложно совладать с капиталоемким бизнесом. Запускать такой бизнес тяжелее, а после запуска приходится вкладывать большую часть доходов в дебиторскую задолженность, запасы, а также в такие необоротные активы, как оборудование и здания. Вам вечно не хватает денежных средств и приходится периодически занимать деньги, чтобы финансировать расширение бизнеса.

Как-то у моего друга была небольшая компания розничной торговли. Он убеждал жену, что бизнес будет приносить деньги. Жена сомневалась и спрашивала: «И где же они?» Он показывал ей на запасы непроданных товаров в гараже и отвечал: «Вот они».

Такая же ситуация происходит, когда вы управляете капиталоемким бизнесом. Вы не зарабатываете столько денег, сколько значится в отчете о финансовых результатах, поскольку большая часть заработанного реинвестируется в бизнес для покупки оборудования, его технического обслуживания и пополнения запасов. Это нужно для того, чтобы компания оставалась конкурентоспособной и росла.

Это правда: чем выше капиталоемкость бизнеса, тем труднее новым компаниям выйти на рынок. Но гораздо лучше, когда бизнес одновременно не требует большого количества активов и защищен от конкуренции не только потребностями в капитале.

Драматический опыт Баффетта с инвестициями в капиталоемкую устаревшую текстильную компанию Berkshire Hathaway и «денежную корову» See's Candy заставил его вернуться в сторону покупки некапиталоемких компаний, которые обычно обеспечивают более высокую рентабельность инвестированного капитала и имеют мало заемных средств.

По его словам, «не вся прибыль зарабатывается одинаково». Если капиталоемкая компания хочет удвоить выручку, будь то за счет инфляции или реального роста, ей нужно удвоить размер капитала, вложенного в запасы и материальные активы. Компании нужно увеличить рыночную стоимость как минимум на размер сделанных инвестиций, а это не всегда просто сделать.

Некапиталоемкие компании могут гораздо меньше инвестировать и обеспечивать более высокую реальную доходность для акционеров. Таким образом, некапиталоемкие компании могут иметь более высокую рентабельность и инвестированного капитала (ROIC), и собственного капитала (ROE). В связи с меньшей потребностью в капитале компания обычно использует мало заемных средств, если только ее руководство не проводит агрессивную политику заимствований для финансирования роста и поглощения других компаний.

Это можно установить по корреляции между средней рентабельностью инвестированного капитала и процентом капитальных затрат в операционном денежном потоке, как показано на рис. 3.6. На графике представлена связь между 10-летней медианной ROIC и процентом капитальных затрат в операционном денежном потоке для 3577 компаний, рассмотренных выше. Тенденция очевидна: чем меньше компания тратит средств из операционного денежного потока, тем выше средняя рентабельность инвестированного капитала.

За последние 10 лет очень немногие компании смогли достичь рентабельности инвестированного капитала свыше 20%, даже среди тех, которые стабильно получали прибыль. На рис. 3.7 показано распределение медианного ROIC за 10 лет для 1045 компаний, которые приносили прибыль каждый год.

У большинства компаний 10-летняя медианная ROIC составляет менее 15%. Пик приходится на 6%. Инвесторы,

ПОКУПАЙТЕ ТОЛЬКО ХОРОШИЕ КОМПАНИИ!

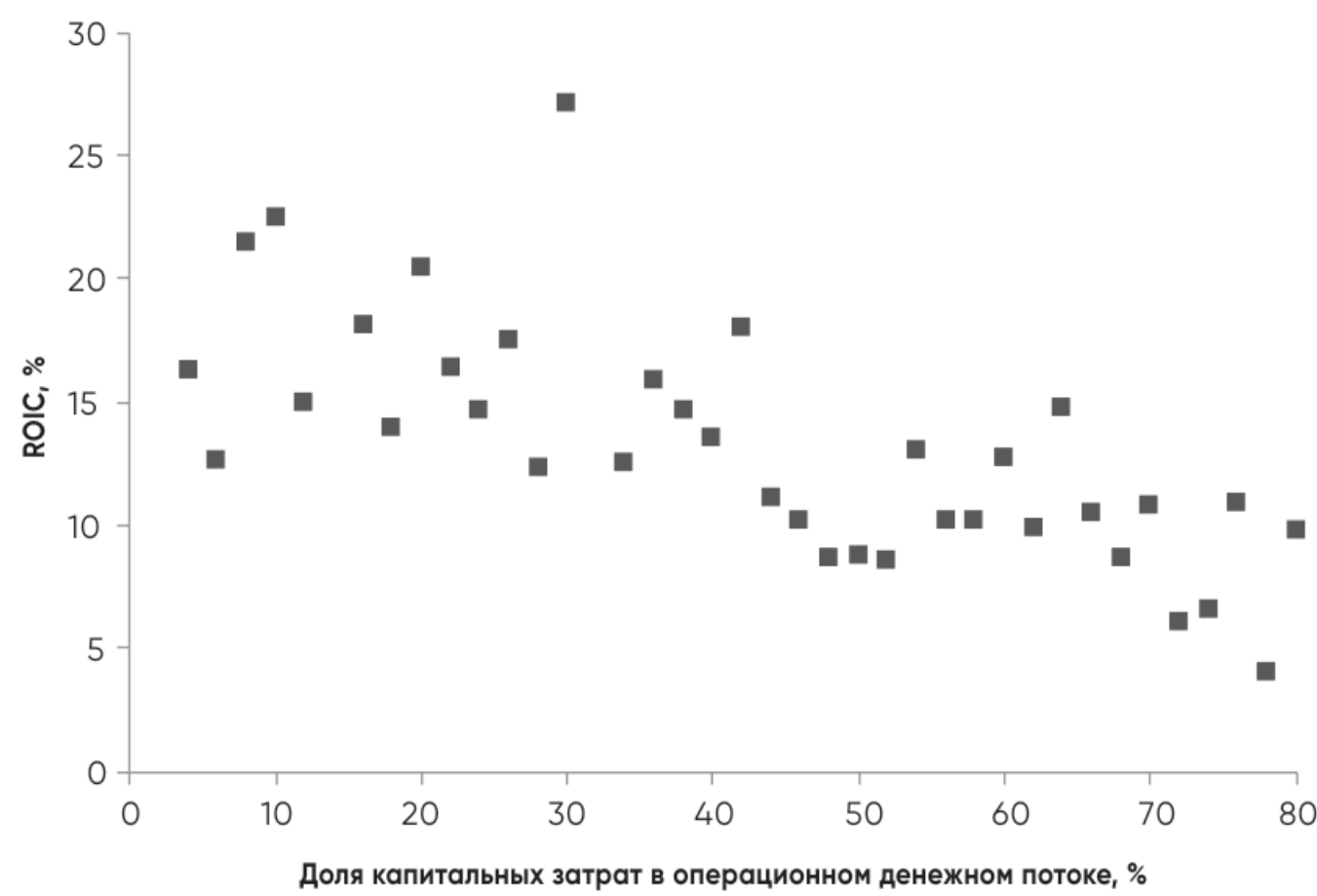


Рис. 3.6. ROIC и процент капитальных затрат в операционном денежном потоке

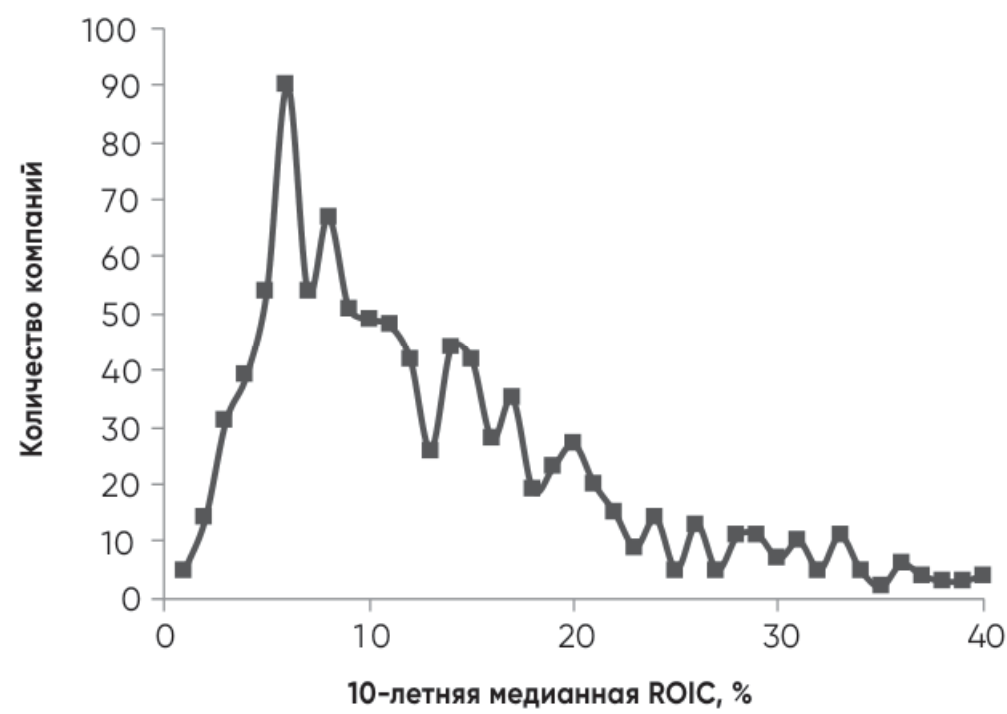


Рис. 3.7. Распределение ROIC

которые ищут компании, способные стабильно демонстрировать ROIC более 20%, ищут необработанные алмазы. Чуть более 20% из 1045 компаний, которые ежегодно получали прибыль в течение 10 лет, имели ROIC свыше 20%.

Неудивительно, что существует сильная корреляция между результативностью акций и рентабельностью инвестированного капитала, даже без учета таких факторов, как стоимостная оценка акций. Связь среднего роста цены акций с 10-летней медианной ROIC 1045 стабильно прибыльных компаний показана на рис. 3.8.

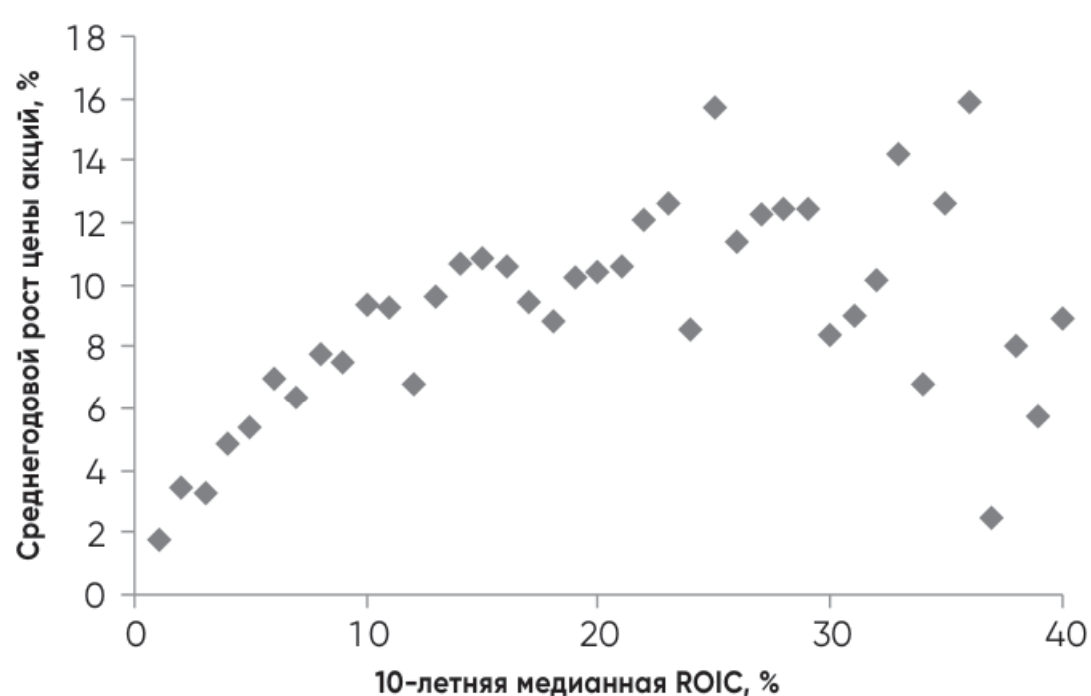


Рис. 3.8. Рост цены акций и ROIC

Аналогичная корреляция наблюдается у результативности акций и 10-летней медианной ROE. На рис. 3.9 показано распределение 10-летней ROE 1045 компаний.

Распределение ROE дает ту же картину, что и ROIC. Очень немногие компании могут достичь долгосрочной средней ROE выше 15%. Те компании, которые действительно порадовали акционеров доходностью значительно выше средней, показаны на рис. 3.10.

ПОКУПАЙТЕ ТОЛЬКО ХОРОШИЕ КОМПАНИИ!

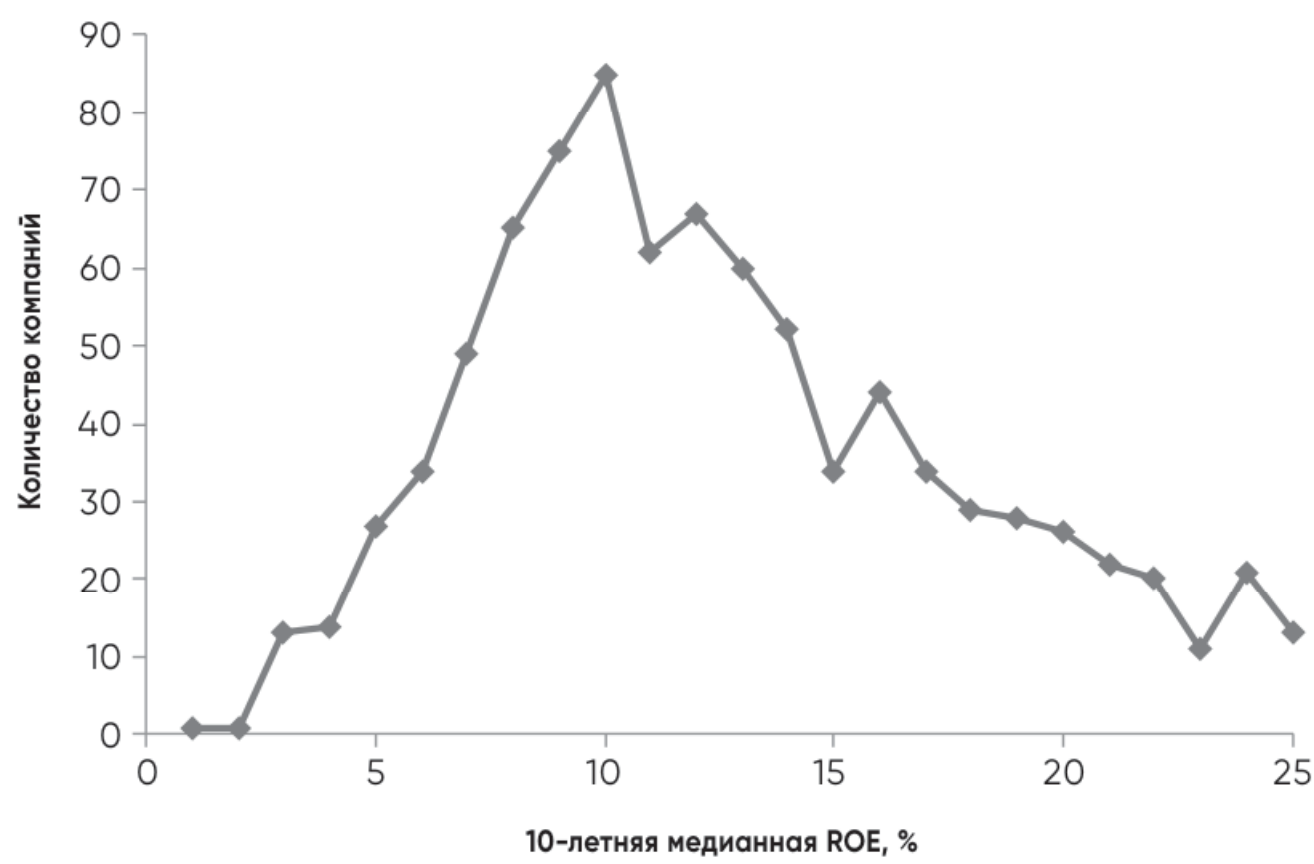


Рис. 3.9. Распределение ROE

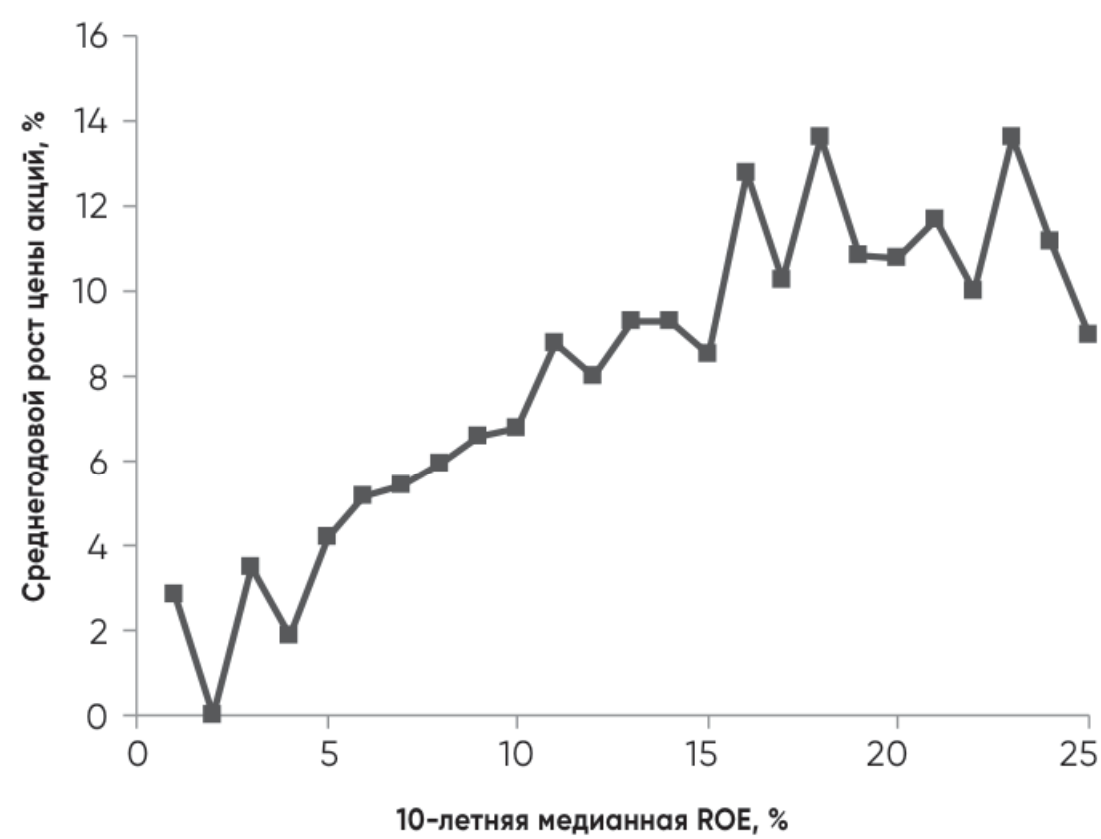


Рис. 3.10. Рост цены акций и ROE

Очевидно, что если бы мы, как инвесторы, просто покупали хорошие компании со стабильной прибылью и высокими ROIC и ROE, то могли бы получать доходность выше среднего уровня. Этого можно добиться, просто покупая хорошие компании, и мы еще даже не рассматривали стоимостную оценку акций.

В 2006 г. фондовый рынок был близок к своему 10-летнему пику, достигнутому в октябре 2007 г. Сегодня рынок акций в целом может быть оценен аналогично, если использовать соотношение цены и прибыли (P/E) с учетом цикличности по Шиллеру, и, возможно, близок к следующему пику. Десятилетний период с 2006 г. по настоящее время близок к полному рыночному циклу. Таким образом, результативность хороших компаний выше среднерыночной убедительно доказывает, что покупка их акций приносит доходность выше средней.

Можно, конечно, сказать, что это все равно что смотреть в зеркало заднего вида. Тот факт, что акции компаний со стабильной прибылью и более высокой рентабельностью инвестированного капитала демонстрировали хорошие результаты на протяжении 10 лет, не гарантирует такие же результаты в будущем. Это правда, но если компания стабильно получает прибыль и достигает более высокой рентабельности, то стоимость ее бизнеса растет быстрее, чем у других. На протяжении всего рыночного цикла стоимость отражается в цене акций.

В письме акционерам 1987 г. Баффетт анализирует исследование *Fortune*, в котором сделаны аналогичные выводы². Исследование *Fortune* показало, что только 25 из 1000 крупнейших компаний за 10 лет, с 1977 по 1986 г., достигли средней рентабельности собственного капитала выше 20% (и не менее 15% в любом году из 10). «Эти компании-суперзвезды также стали суперзвездами фондового рынка: в течение десятилетия 24 из 25 компаний переигрывали индекс S&P 500».

Если стоимость растет, то рано или поздно цены последуют за ней. Некоторые вещи никогда не меняются, как законы природы.

3. Обеспечивает ли компания непрерывный рост выручки и прибыли?

Рост — крайне важный показатель для хорошей компании. Если выручка и прибыль стабильно растут в течение длительного времени при сохранении нормы прибыли, компания находится в выгодном конкурентном положении в отрасли. Если рост фиксированных затрат компании отстает от ее роста, норма прибыли даже может увеличиваться со временем. Иными словами, компания может зарабатывать больше денег при том же объеме проданных товаров. Обычно таких результатов добиваются некапиталоемкие компании с небольшим количеством основных активов.

На рис. 3.11 показано распределение темпов роста средней за 10 лет прибыли на акцию (EPS) 1045 компаний, которые были прибыльны на протяжении десятилетия. Можно увидеть, что темпы роста 10-летней средней EPS достигают пика на уровне 7%. Прибыль большинства компаний росла менее чем на 10% в год. У более чем 13% этих 1045 компаний наблюдалась отрицательная динамика EPS на протяжении 10 лет, хотя они всегда были прибыльными. Только около 15% компаний могли расти быстрее 15% в год.

Очевидно, что компания с более высокими темпами роста может быстрее увеличивать стоимость своего бизнеса по сравнению с теми, кто растет медленнее. Ее акции также должны показывать более высокие результаты, если все остальные условия схожи. Именно так и происходит в этой группе. На рис. 3.12 показана корреляция между 10-летним средним ростом цены акций и темпом роста 10-летней средней EPS для 1045 компаний, получавших стабильную прибыль.

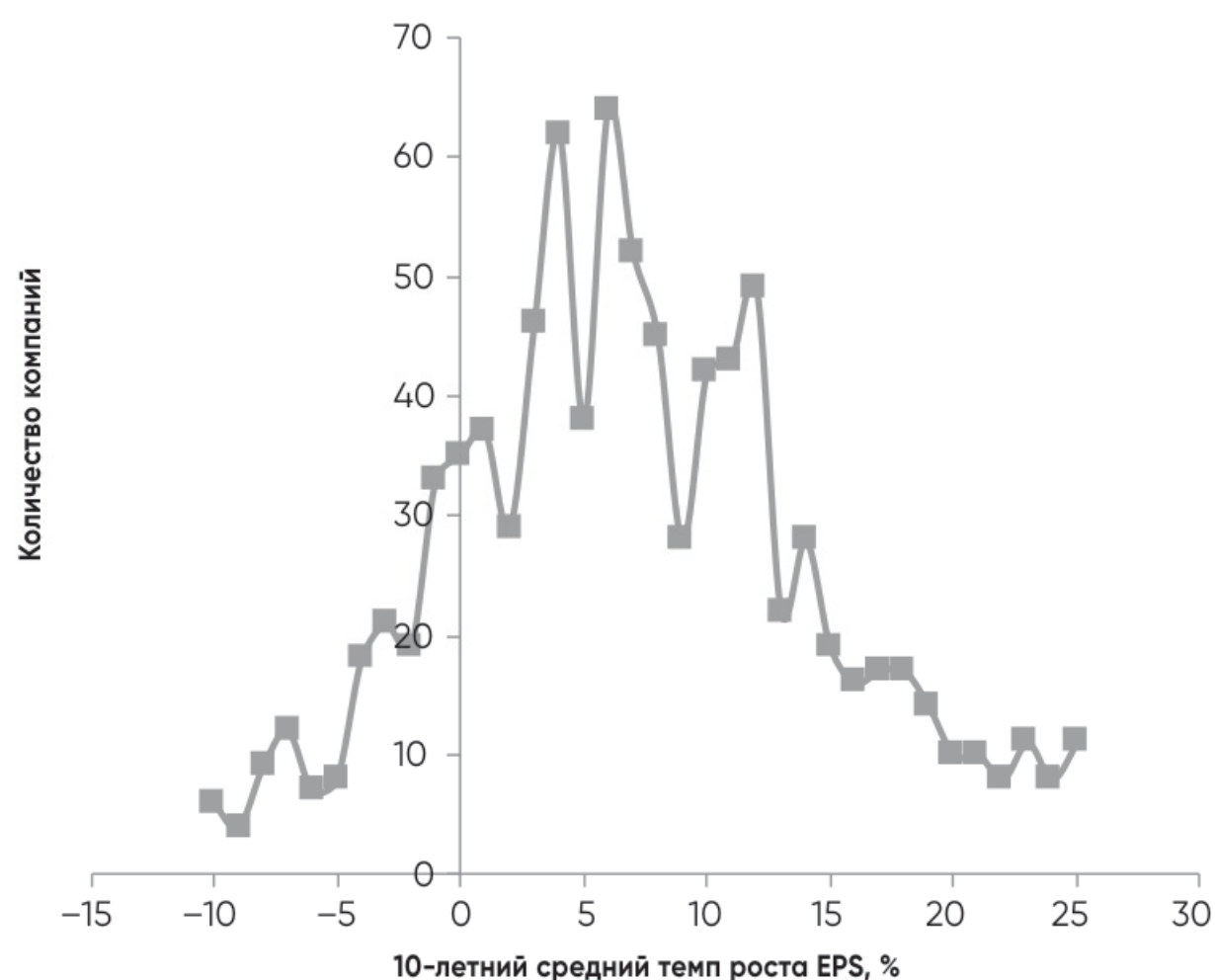


Рис. 3.11. Распределение роста

Существует положительная корреляция между темпами роста EPS и результативностью акций компаний. Результативность акций компаний, прибыльных в течение 10 лет, но у которых EPS снижалась, была хуже. Акции тех компаний, которые росли на 20% в год, превосходили те, что росли на 5% в год, в среднем более чем на 6%. Преимущество инвестирования в быстрорастущие компании значительно. Группа быстрорастущих компаний — это лучшее место для поиска более результативных акций.

Проанализировав график, можно сделать интересное наблюдение: если акции двух компаний 10 лет назад имели одинаковое отношение цены к прибыли (P/E), но компания А росла на 5% в год, а компания Б — на 20% в год, а сегодня их P/E по-прежнему одинаковы, то акции компании Б должны вырасти в цене по сравнению с акциями компании А на 15%.

Однако, как видно на графике (рис. 3.12), в действительности эта 15%-ная разница реализуется примерно наполовину. Разница вызвана сокращением P/E быстрорастущих компаний в течение 10 лет. Лишь пара компаний смогла расти на 20% в год в течение 10 лет. Сокращение P/E — это то, с чем обычно сталкиваются быстрорастущие компании, когда их перспективы роста блекнут.

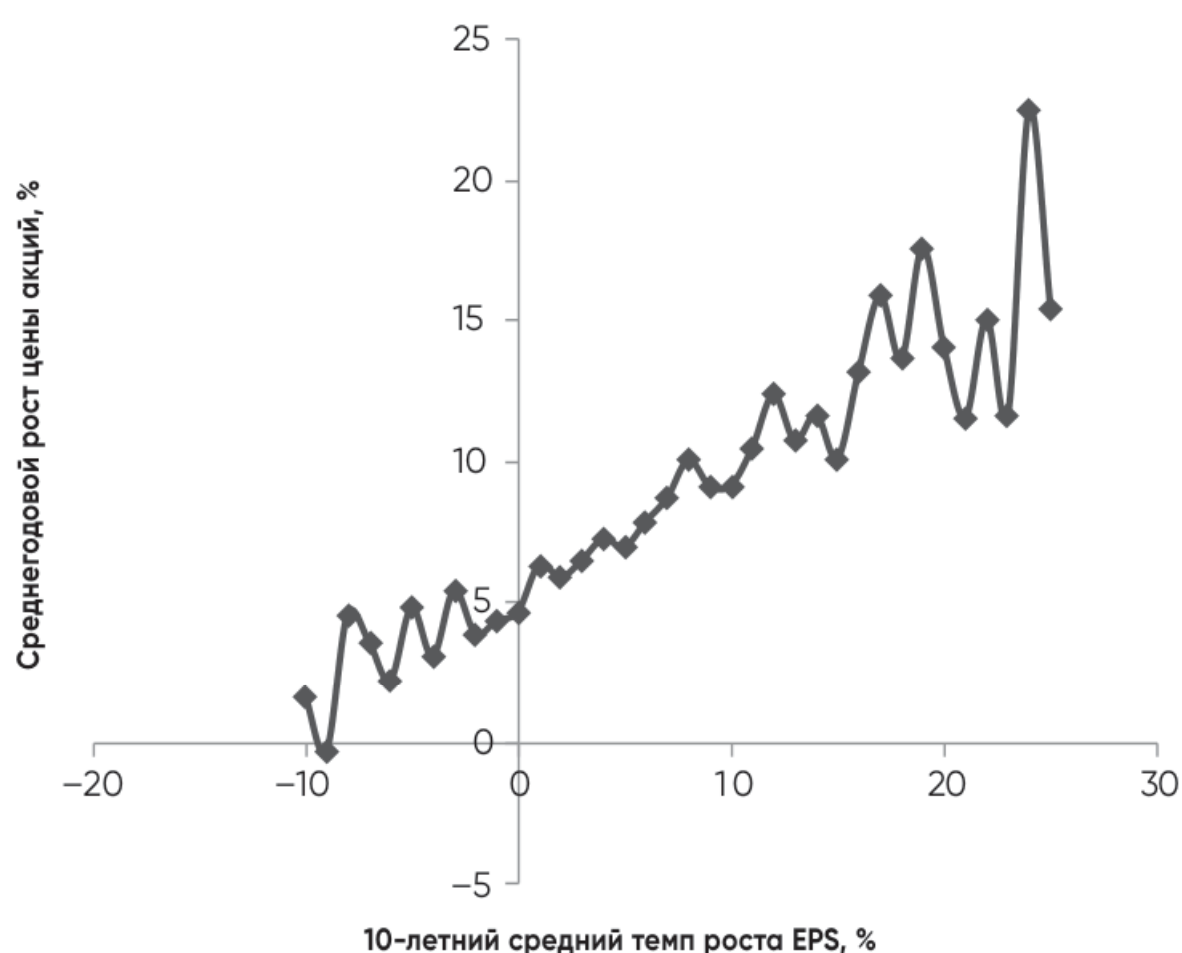


Рис. 3.12. Рост цены акций и рост компании

В дополнение к темпу роста на результативности акций сказывается еще стабильность этого роста. В 2008 г. сайт GuruFocus провел исследование и обнаружил, что с повышением стабильности роста прибыли компании улучшается результативность акций. Исходя из стабильности роста доходов и прибыли, сайт GuruFocus присваивал каждой компании рейтинг предсказуемости. Мы повторно провели исследование в этом году и получили аналогичные результаты. Результаты двух исследований показаны на рис. 3.13. Компании с более стабильными темпами

роста выручки и прибыли могут опережать компании с менее устойчивыми темпами роста на целых 5% в год на 10-летнем периоде. Поэтому более выгодно покупать компании, которые могут расти стабильно и более быстрыми темпами.



Вернемся к трем фундаментальным вопросам. Ответы должны перекликаться с приведенным выше примером квалификации компании как хорошей.

Вопрос 1. Приносит ли компания стабильную прибыль в хорошие и плохие времена?

Ответ: да. Компания была прибыльной ежегодно на протяжении всех 10 лет. Ее операционная прибыль была устойчивой и выражалась двузначной величиной даже во время рецессии и в период последнего замедления роста отрасли.

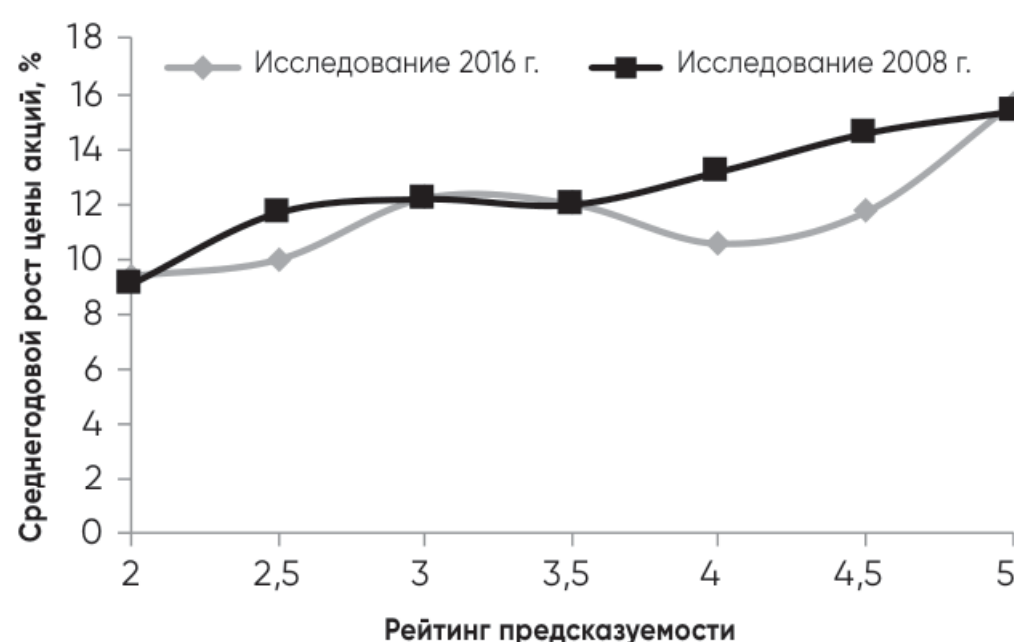


Рис. 3.13. Рост цены акций и предсказуемость

Вопрос 2. Является ли эта компания некапиталоемкой и обеспечивает ли высокую рентабельность инвестиционного капитала?

Ответ: да. Это некапиталоемкая компания, которая в среднем направляет только 30% своего операционного денежного потока на капиталовложения. Это также высокорентабельная компания с ROIC выше 20% и ROE выше 15%.

Вопрос 3. Обеспечивает ли компания непрерывный рост выручки и прибыли?

Ответ: да. В течение 10 лет темпы роста EPS выражались двузначными числами, и рост был стабильным даже во время спадов и замедления развития отрасли.

Теперь у нас есть ответы «да» на все три вопроса. Мы нашли компанию, которая продемонстрировала отличные результаты в прошлом. Однако, прежде чем вкладывать деньги в эту компанию, все же нужно ответить на четвертый, более важный вопрос о характере бизнеса.

4. Что за бизнес позволил компании добиваться хороших результатов в прошлом?

Продолжит ли компания показывать такие же хорошие результаты, как и раньше? Доходность инвестиций для тех, кто покупает акции сегодня, гораздо больше связана с тем, как компания будет вести дела в будущем, а не как вела в прошлом. Прославленный бейсболист Йоги Берра однажды сказал: «Сложно давать прогнозы, особенно насчет будущего». Однако, как и при предсказании поведения людей в психологии, лучшим предиктором будущего поведения является *поведение в прошлом*. Компания, которая в прошлом стабильно демонстрировала хорошие результаты, с гораздо большей вероятностью покажет их и в будущем, по сравнению с теми компаниями, у которых и раньше дела шли не очень хорошо. Успех компании в прошлом, скорее

всего, обусловлен характером ее бизнеса, а не какими-то другими причинами.

Нам нужно ответить на вопросы о характере бизнеса. Сможет ли компания производить ту же или схожую продукцию или предоставлять ту же или схожую услугу в течение следующих пяти или 10 лет? Может ли она расти, просто воспроизводя то, что делала, в большем масштабе? Что дает ей ценовые преимущества перед конкурентами?

Следует отдавать предпочтение компаниям, которые растут, просто продолжая делать то, что они делали, но в большем масштабе. Как сказал Баффетт в своем письме акционерам Berkshire Hathaway в 1987 г.:

Опыт, однако, показывает, что лучшую отдачу от бизнеса обычно получают компании, которые сегодня делают нечто весьма похожее на то, что они делали пять или 10 лет назад³.

Если компания продолжает производить аналогичную продукцию, у нее есть возможность постоянно повышать эффективность, накапливать опыт и добиваться лучших результатов, чем у всех остальных. Кроме того, у нее есть время, чтобы добиться узнаваемости бренда и даже культивировать вкусовые привычки и зависимости. Со временем компания может построить экономический ров, который другим будет сложно преодолеть, и сохранять высокую рентабельность.

Еще лучше, если продукт или услуга кажутся банальными и имеют короткий цикл покупки. Снова вспомните такие потребительские товары, как зубная паста, сода для выпечки и презервативы. Потребители привыкают к бренду или вкусу и не выбирают, когда покупают. Покупательские привычки также дают таким компаниям огромное ценовое преимущество. Такие компании скучны и несексуальны, как отметил

Баффетт в своем пассаже о 25 суперзвездах бизнеса по версии журнала *Fortune* в 1987 г.:

Такие компании занимаются бизнесом в отраслях, которые в конечном счете кажутся довольно приземленными. Большинство из них продают несексуальные товары или услуги так же, как и 10 лет назад (хотя сейчас у них более значительные объемы продаж, или более высокие цены, или и то и другое). У компании Berkshire был похожий опыт. Наши менеджеры добились потрясающих результатов, делая вполне обычные вещи — но делая их безупречно⁴.

Если продукция компании быстро меняется, новому игроку гораздо легче зайти на рынок и сделать нечто лучшее. Постоянные изменения создают возможности для новичков. Новые компании, как правило, меньше и их возглавляют умные и амбициозные люди. Они быстро принимают решения и готовы брать на себя риски. Возьмем для примера рынок смартфонов. Когда компания BlackBerry занимала лидирующую позицию на рынке, Apple еще не производила телефоны. Tesla не существовала 13 лет назад, но сегодня у нее самая большая доля на рынке электромобилей и репутация производителя самого сексуального автомобиля в мире. Баффетт пишет:

Бизнес, который постоянно имеет дело с крупными изменениями, также имеет высокие шансы на серьезную ошибку. Кроме того, постоянно изменяющаяся экономическая среда — это та почва, на которой сложно построить крепость, такую как франшиза. Такая франшиза обычно является ключевым фактором для получения стабильно высокой доходности⁵.

Пока я рассматривал только качество бизнеса как ключевой фактор анализа при выборе компании для инвестирования. Если качество бизнеса низкое, то дальнейший анализ не имеет смысла.

Качество бизнеса — это как любовь в браке. Как было отмечено в истории, рассказанной в начале главы, без любви гораздо больше других аспектов должны быть правильными, чтобы все сработало. И эти аспекты я еще не затрагивал. К ним относятся роль руководства, финансовая устойчивость компании и оценка акций. Это не значит, что они не важны. Они очень важны, но вторичны по отношению к качеству бизнеса. Они обычно меньше, чем проблема качества бизнеса. Дальше я рассмотрю эти аспекты подробнее.

Руководство

От руководства очень много зависит в работе компании. Но еще лучше, если у компании есть иммунитет к качеству руководства и ею может руководить даже идиот. У таких компаний есть экономический ров, чтобы защитить себя от ошибок и быть относительно нечувствительными к управленческим решениям. Примером могут служить такие компании, как Moody's или McDonald's.

Успех компании намного больше зависит от характера бизнеса, чем от того, кто ею руководит. Те компании, которым нужны самые лучшие руководители, обычно не остаются на рынке надолго, поскольку «есть шанс прихода к руководству какого-нибудь идиота»⁶.

Индивидуальный инвестор и миноритарный акционер редко располагают ресурсами для того, чтобы поближе познакомиться с руководством компании. Результаты деятельности в основном зависят от характера бизнеса, а не от качества руководства. Баффетт сравнивал плохую компанию

с протекающей лодкой, сломанной машиной и хромой лошадью. Она не будет хорошо работать, кто бы ни греб, ни вел или ни скакал на ней. Он писал:

Вывод из моего собственного опыта и из долгих наблюдений за опытом других компаний следующий: хорошие организационные показатели (оцениваемые по экономической доходности) в большей степени зависят от того, какую лодку вы выбираете, а не от того, насколько старательно гребете (хотя интеллект и целенаправленные усилия помогают в любом деле, перспективном или не очень)⁷.

Я совершенно с ним согласен.

Финансовая устойчивость

Разумеется, высокая финансовая устойчивость необходима для выживания компании в долгосрочной перспективе. Инвесторы могут потерять капитал, вложив его в акции компаний с низкой финансовой устойчивостью. Стабильно прибыльная компания с высокой рентабельностью обычно зарабатывает гораздо больше денежных средств, чем ей нужно для роста, и ей не нужно брать кредиты. Естественным образом она обладает отличной финансовой устойчивостью.

Это можно увидеть на рис. 3.14 и 3.15. Каждая точка на них представляет компанию, показывая, где она находится с точки зрения коэффициента покрытия процентов и 10-летней медианной рентабельности инвестированного капитала.

На рис. 3.14 показаны компании, которые были стабильно прибыльными в течение 10 лет, а на рис. 3.15 — компании, которые были прибыльными в течение семи-восьми лет из 10. Очевидно, что на рис. 3.14 более скромная доля компаний

имеет коэффициент покрытия процентов меньше 5. Многие компании на рис. 3.14 имеют либо небольшой долг, либо не имеют его вовсе, а их коэффициент покрытия процентов выходит за пределы графика и потому не отображается. Аналогичное верно и для компаний на рис. 3.15.

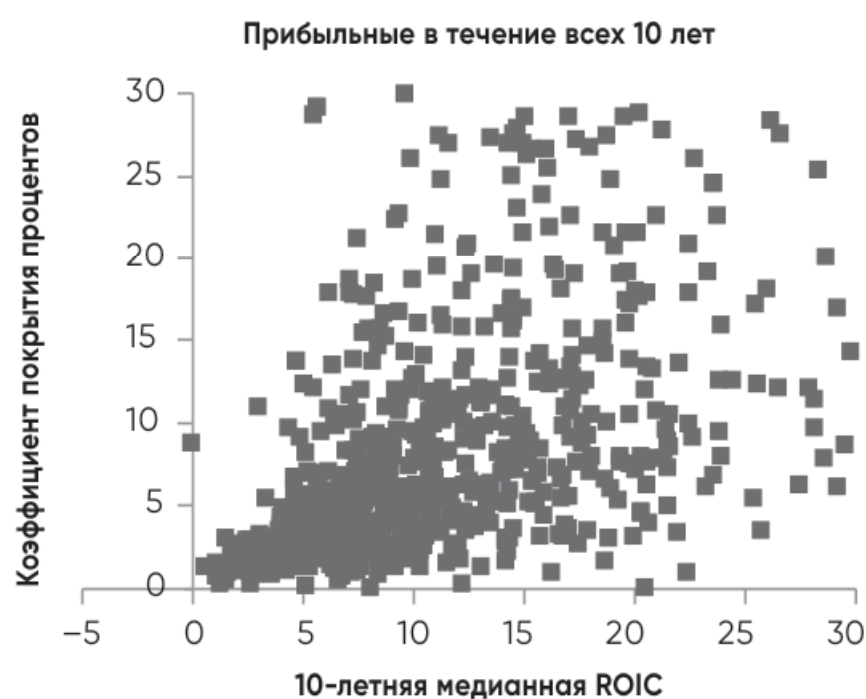


Рис. 3.14. Коэффициент покрытия процентов прибыльных в течение всех 10 лет компаний

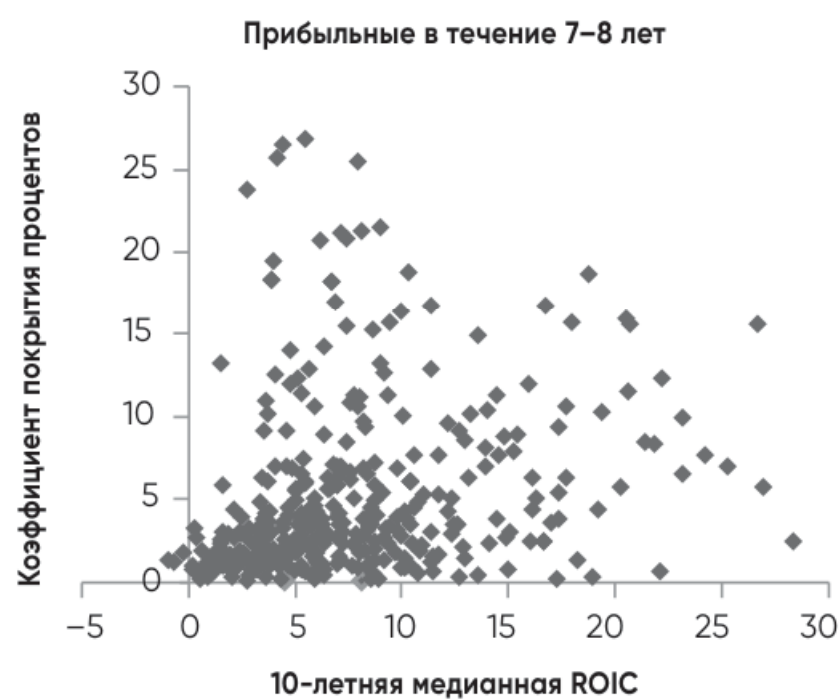


Рис. 3.15. Коэффициент покрытия процентов прибыльных в течение 7–8 лет компаний

На обоих рисунках видно: когда 10-летняя медианная ROIC превышает 15%, мало у каких компаний коэффициент покрытия процентов меньше 5. Стабильно прибыльная компания с высокой рентабельностью автоматически имеет хорошие финансовые показатели и финансовую устойчивость.

Оценка рыночной цены акций

Разумеется, оценка рыночной цены акций крайне важна для получения хорошей доходности инвестиций. Та часть денег, которую вы переплачиваете за акции, уменьшает вашу доходность. Однако если вы покупаете стабильно прибыльную компанию с высокой рентабельностью и держите ее акции в течение долгого времени, то вопрос справедливой цены стоит не так остро. Первоначальная переплата в 20% при сроке владения акциями 10 лет — это 1,8% в год, и 6,2% в год, если срок владения акциями составляет три года.

Кроме того, стабильно прибыльная компания с высокой рентабельностью также заслуживает более высокой оценки по сравнению с другими, поскольку ее внутренняя стоимость растет быстрее. Предположим, что есть две компании, внутренняя стоимость которых составляла \$100 на акцию 10 лет назад. Внутренняя стоимость компании А росла на 10% в год, а компании Б — на 18% в год. Через 10 лет внутренняя стоимость компании А составит \$259 на акцию, а компании Б — \$523. Предположим, что 10 лет назад рынок считал компанию Б более привлекательной и оценивал ее более высоко. Мы приобрели акции компании А по \$50 за акцию, т. е. с 50%-ной скидкой к внутренней стоимости, и купили акции компании Б по \$100 за акцию, т. е. по цене равной ее внутренней стоимости. Через 10 лет компания Б потеряла свою привлекательность для рынка, и сегодня обе компании торгуются с 50%-ной скидкой к своей внутренней стоимости. Инвесторы

получат приблизительно одинаковую доходность от этих двух вложений, которая составит 10% в год на протяжении 10 лет, хотя и заплатили за акции компании Б вдвое дороже.

Если бы 10 лет назад у инвесторов была возможность купить акции компании Б по \$70 вместо \$100, то годовая доходность акций компании Б составила бы 14,1% в год. Хотя инвесторы и в этом случае заплатили бы за акции компании Б на 40% больше, чем за акции компании А при одинаковой внутренней стоимости, вложения в компанию Б ежегодно приносили бы инвесторам дополнительные 4,1% в течение 10 лет, потому что дела у компании Б шли лучше и она быстрее увеличивала свою внутреннюю стоимость.

Идеально было бы купить акции компании Б с 50%-ной скидкой к ее внутренней стоимости. Однако, как правило, рынок выше оценивает более привлекательные компании. Тем не менее есть смысл переплатить за хорошую компанию.

Это своего рода математическое подтверждение философии Баффетта, который считает, что лучше купить хорошую компанию по средней цене, чем среднюю компанию по хорошей цене.



Чарльз Мангер сказал: «Разница между плохой и хорошей компанией заключается в том, что хорошая компания принимает одно простое решение за другим. Плохая компания раз за разом принимает болезненные решения»⁸. Хорошие компании дают инвесторам возможность легко принимать решения и принимать их реже.

Учитывая все вышесказанное, крайне важно покупать акции хороших компаний со стабильной прибылью и высокой рентабельностью. Если компания хорошая, остальные обстоятельства позаботятся сами о себе.

Так что покупайте только хорошие компании!

Глава 4

Еще раз: покупайте только хорошие компании — и знайте, где их найти

Не усложняйте.

ЧАРЛЬЗ МАНГЕР

Я повторяю название главы 3, поскольку если и нужно о чем-то помнить после прочтения этой книги, так это о том, что покупать следует только хорошие компании!

Это не означает, что покупка акций других компаний не может быть выгодной. Они могут принести вам много денег. Дональд Яктман не купил акции Chrysler потому, что не хотел инвестировать в автомобильную отрасль, а не потому, что Chrysler не позволила бы ему заработать. Если вы покупаете только хорошие компании, ваши шансы заработать намного больше, а сам процесс намного приятнее.

Питер Линч может зарабатывать на чем угодно, он знает почти все отрасли, как преуспеть в любой инвестиционной ситуации, и он держит тысячи акций. Однако вам необязательно уподобляться Линчу. Как сказал Чарльз Мангер, «вам

необязательно знать все. Наибольший результат приносят несколько действительно отличных идей»¹.

У женщины сломалась стиральная машина, и она вызвала мастера. Он пришел, осмотрел машину, взял молоток и как следует ударил по ней. Машина заработала, и мастер выставил счет на \$200. «Две сотни? — возмутилась женщина. — Вы всего лишь ударили по ней молотком». Тогда мастер выдал ей детализированный счет: «Удар молотком по стиральной машине — \$5. Знание, куда ударить, — \$195».

Эту байку рассказывают во многих ситуациях, чтобы показать людям, как и где концентрировать свои усилия. Что касается инвестирования — покупайте только хорошие компании! Совет кажется простым, но ему не всегда просто следовать — бесчисленные возможности на рынке сулят заманчивую выгоду.

Как говорилось в главе 1, Линч делил инвестиционные возможности на шесть категорий². Я проанализирую их и покажу, что идею о покупке только хороших компаний можно применить к любой из них.

Компании с недооцененными активами

У компании с недооцененными активами есть нечто ценное, что не нашло отражения в цене ее акций. В наши дни ценным активом часто бывает недооцененная недвижимость. Речь идет о поиске очень дешевых акций, цена которых намного ниже стоимости активов, чистой текущей стоимости активов или суперчистого оборотного капитала компании, как говорилось в главе 2. Если активы не являются суперликвидными, а компания не может быть ликвидирована в короткие сроки или если компания сама по себе не является приличной и не генерирует достаточный денежный поток, чтобы быть самодостаточной, то инвесторам следует избегать вложений в нее.

Уоррен Баффетт называл это «глупостью». Яктман сравнивает это с заводом, который простаивает, но при этом можно дешево купить его оборудование. Помните компанию Sears? На момент написания этой книги Sears все еще пыталась «разблокировать стоимость». Однако «это занимает гораздо больше времени, чем мы рассчитывали», как признался Брюс Берковиц в своем полугодовом письме акционерам от 28 июля 2016 г.³, и это можно истолковать как «активы компании обесценились гораздо сильнее, чем мы думали». *Избегайте компаний с недооцененными активами.*

Выходящие из кризиса компании

К выходящим из кризиса относят компании, которые «были потрепаны, находились в депрессии и часто едва ли могут воспользоваться главой 11 [закона о банкротстве США]»⁴. Линчу не раз удавалось хорошо заработать на приобретении выходящих из кризиса компаний. Прежде всего, цены акций таких компаний обычно очень низки, а их восстановление может быть стремительным и сильным. Однако у Линча есть длинный список компаний из этой категории, о которых он хотел бы забыть.

Избегайте инвестиций в выходящие из кризиса компании. Уже то, что компания смогла попасть в такую неприятную ситуацию, не позволяет отнести ее к разряду хороших. И эти неприятности редко исчезают, как отметил Баффетт в своем письме акционерам 1979 г., который испытывал трудности с выводом текстильного бизнеса из кризиса:

Наш опыт инвестирования и управления говорит о том, что «выход из кризиса» удастся редко и что силы и энергию лучше тратить на хорошую компанию, купленную по справедливой цене, а не на плохую, купленную за бесценок⁵.

Несколько лет назад можно было наблюдать показательный выход из кризиса компании JC Penney. По указанию Билла Экмана, придерживающегося стратегии агрессивного инвестирования с активным управлением, к выводу компании из кризиса был привлечен Рон Джонсон, запустивший сеть фирменных магазинов Apple Store и добившийся гениальных результатов. Однако Джонсону не удалось повторить чудо, которое он сотворил с Apple, и попытки вывести компанию из кризиса с треском провалились. Экман потерял 60% своих инвестиций в JC Penney и сдался.

Все еще пытаюсь вывести из кризиса текстильный бизнес, Баффетт пишет в своем письме акционерам 1980 г.⁶:

В прошлых отчетах мы писали о разочарованиях, связанных с покупкой и управлением компанией, которую нужно вывести из кризиса. За эти годы нам представлялись буквально сотни возможностей вывода компаний из кризиса в десятках отраслей, и мы, либо как участники, либо как наблюдатели, сопоставляли фактические результаты с ожиданиями. По нашему мнению, за редким исключением, когда отличные руководители берутся за компанию с плохой экономической репутацией, страдает репутация не только этой компании.

Именно это произошло с репутацией Рона Джонса, который добился успеха с компанией Apple, но не с JC Penney. Однако стоит отметить: компания Apple — это Apple, а компания JC Penney — это всего лишь JC Penney.

Но разве Баффетт не сорвал куш на выводе из кризиса компании GEICO? В 1976–1979 гг. Баффетт заплатил \$45,7 млн за треть компании, которая стоила уже \$2,3 млрд, когда он приобрел ее оставшиеся акции. В начале 1970-х гг. руководство компании GEICO допустило серьезную ошибку при

оценке своих претензионных расходов, что стало причиной занижения стоимости страховых полисов и едва не привело компанию к банкротству.

Баффетт говорил, что даже в проблемный период фундаментальное конкурентное преимущество GEICO оставалось неизменным и именно поэтому он приобрел эту компанию. В письме 1980 г. он объясняет⁷:

Проблемы компании GEICO поставили ее в то же положение, в каком оказалась American Express в 1964 г. после скандала с растительным маслом. Обе компании были уникальными в своем роде, приходящими в себя после финансового удара, который не разрушил их уникальную экономическую базу. Ситуации с GEICO и American Express, уникальные бизнес-франшизы с локальным иссекаемым раком (который для гарантированного результата требует квалифицированного хирурга), следует отличать от настоящего «вывода из кризиса», когда руководители должны стать корпоративными «Пигмалионами».

Таким образом, главное, что отличает истинный «выход из кризиса» от «локального иссекаемого рака», — это сохранение у компании «фундаментального конкурентного преимущества» и «уникальной экономической базы», на которые она раньше опиралась. Если посмотреть с этой точки зрения на Sears и JC Penney, то понятно, что они не обладают этими качествами. Это все, что можно сказать об их выходе из кризиса.

Кроме того, в случае с выходящими из кризиса компаниями инвесторам следует отличать манипуляции на рынке от истинного выхода из кризиса, так как и то и другое может привести к обвалу цен акций. Это произошло в случае Fairfax Financial, канадской страховой компании, основанной

стоимостным инвестором Премом Уотсой, который пошел в страховой бизнес под влиянием Баффетта. Уотса стал успешным стоимостным инвестором, следуя философии Бенджамина Грэма и Джона Темплтона. Под его руководством балансовая стоимость Fairfax росла более чем на 20% в год с 1985 г. В 2004–2005 гг. акции Fairfax торговались как в США, так и в Канаде на уровне \$200, в это время компания стала мишенью влиятельных игроков на понижение. Fairfax сравнивали с печально известной компанией Enron, которая манипулировала отчетностью, а затем обанкротилась. Акции Fairfax потеряли 50% своей рыночной стоимости и упали до \$100. Затем Fairfax подала в суд на спекулянтов и сняла свои акции с торгов на американском рынке. Пыль наконец улеглась, и Fairfax продолжила наращивать свою балансовую стоимость на 20% в год, что позволило заработать много денег во время финансового кризиса 2008 г. благодаря короткой позиции на рынке. Сейчас, в октябре 2016 г., акции компании Fairfax торгуются по \$700.

Проблемы Fairfax были связаны с манипуляциями акциями. Атака спекулянтов, играющих на понижение, нанесла урон ее репутации, что могло временно негативно повлиять на страховой бизнес. Однако бизнес чувствовал себя хорошо, и спекулянты фактически создали потрясающие возможности по приобретению акций для долгосрочных инвесторов.

В заключение следует отметить, что компании редко успешно выходят из кризиса и поэтому их нельзя считать хорошими. Однако инвестор может отыскать много хороших возможностей, главное — найти компании, которые находятся в тяжелом положении, но все еще обладают «фундаментальным конкурентным преимуществом» и «уникальной экономической базой». *Избегайте выходящих из кризиса компаний!*

Циклические компании

Циклические компании понимают, что спрос на их продукцию расширяется и сжимается с периодичностью в несколько лет. Спрос часто синхронизируется с экономическим циклом. Такие компании обычно капиталоемкие, и доля основных активов у них высока. Им сложно быстро нарастить производственные мощности при высоком спросе, и они не могут сократить их при низком спросе. Они обычно инвестируют в расширение производственных мощностей, когда спрос высок, но, когда производственные мощности готовы, спрос уже сократился, что приводит к резкому падению прибыли и большим долгам.

К высокоциклическим отраслям относят автомобильную, авиационную, сталелитейную, нефтегазовую, химическую промышленность. В некоторых случаях циклические компании могут поймать попутный ветер и расширяться на протяжении многих лет, маскируя это расширение под обычный рост. Например, жилищное строительство, драйвером роста которого стало падение процентных ставок, росло почти 10 лет до своего краха.

Циклические отрасли — это не то место, где можно найти хорошие компании для долгосрочных инвестиций. Яктман не хотел покупать акции Chrysler, потому что автомобильная промышленность — тоже циклическая отрасль. Инвесторам следует держаться подальше от циклических отраслей.

Хотя Говард Маркс сказал, что «большинство вещей цикличны»⁸, одни отрасли определенно более цикличны, чем другие. Чтобы определить, является ли отрасль циклической, нужно посмотреть на динамику продаж и прибыли по крайней мере за 10 лет, и особенно во время спадов. Пример приведен на рис. 4.1.

На графике показана чистая прибыль компаний CVS Health Corp. и Dow Chemical. Серые области на графике обозначают

периоды, когда экономика США пребывала в рецессии. Чистая прибыль Dow Chemical существенно падала в периоды рецессии. Во время рецессии 2002 г. Dow Chemical понесла убытки; во время рецессии 2008 г. ее чистая прибыль упала с \$4 млрд в год ниже \$1 млрд, в то время как чистая прибыль CVS практически не пострадала от рецессии.

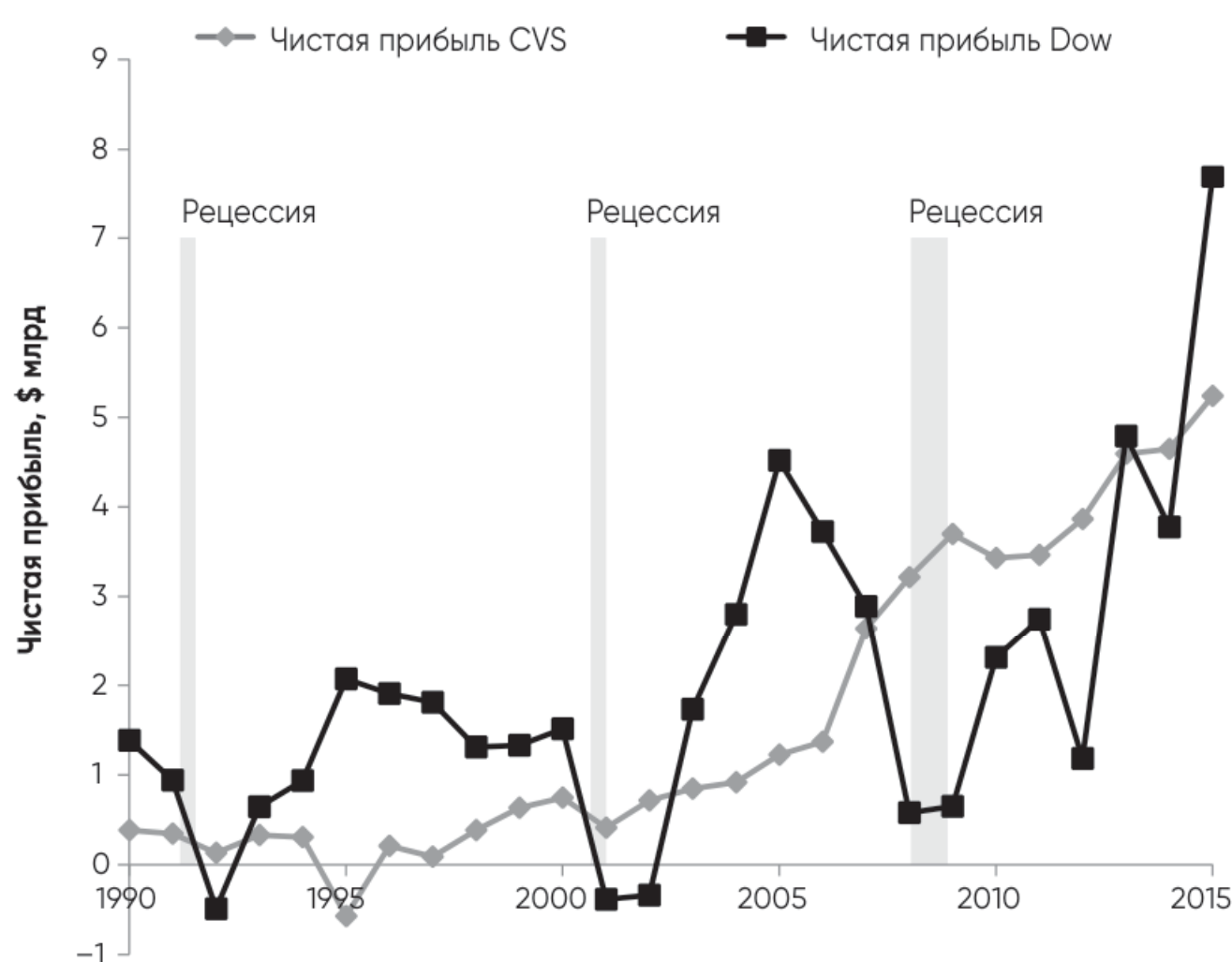


Рис. 4.1. Чистая прибыль компаний CVS и Dow

Очевидно, что компания Dow Chemical циклическая, а компания CVS — нет. Долгосрочное инвестирование в циклическую компанию не слишком выгодно. Долгосрочное инвестирование в циклическую компанию с большой долей заемных средств может быть крайне опасным. Многие циклические компании не могут пережить рецессию и становятся банкротами. Вспомните, о банкротствах скольких

автопроизводителей, авиакомпаний, горнодобывающих и нефтедобывающих компаний вы слышали. По определению они не отвечают критерию наличия долгосрочной и стабильной прибыли, которому должны соответствовать хорошие компании. *Избегайте циклических компаний.*

Медленнорастущие компании

Медленнорастущие — это зрелые компании, которые потеряли запал для роста. Их доходная база слишком обширна, чтобы они могли найти новые рынки для роста. Поэтому их доход не растет быстрее экономики в целом. Примером таких компаний могут служить Wal-Mart, Microsoft, Procter & Gamble и Johnson & Johnson. Как правило, такие компании очень прибыльны и высоко rentable. Из трех вопросов, которые мы задаем при выборе хороших компаний (прибыль, rentable инвестированного капитала и рост), эти компании утвердительно отвечают на вопрос 1 (долгосрочная стабильная прибыль) и на вопрос 2 (высокая rentable инвестированного капитала), но не на вопрос 3 (двузначный рост).

Rentable инвестиций в акции медленнорастущих компаний может быть удовлетворительной, если удастся купить акции по более низкой цене по сравнению с исторической средней. Медленнорастущие компании являются хорошим выбором для получения стабильных и высоких дивидендов при формировании портфеля, ориентированного на доход. Более глубоко этот вопрос рассматривается в главе 8.

Стабильные компании

Стабильные компании — это, как правило, средние компании, которые растут с низкой двузначной скоростью, но обладают исключительным потенциалом для будущего роста. Это

идеальная область, в которой можно найти хорошие компании с долгосрочной стабильной прибылью, высокой рентабельностью и двузначным показателем роста. Эти компании растут приличными темпами и имеют хорошие исторические результаты деятельности. Владение акциями таких компаний может быть немного скучным, но на длительных периодах их низкий инвестиционный риск окупает все.

Стабильные компании могут расти медленнее в один год и быстрее в другой. Необходимо смотреть на средние показатели деятельности в долгосрочной перспективе с точки зрения роста, прибыли и рентабельности бизнеса. Нужно проанализировать, в чем причина более медленного роста компании по сравнению с прошлым, и посмотреть, может ли более медленный рост приблизиться к норме в будущем. Иногда изменения в отрасли разрушают экономический ров, которым когда-то пользовалась компания, или сама компания перестает показывать такие же результаты, как в прошлом, в связи с действиями текущего или нового руководства. Инвесторам необходимо продолжать отслеживать рост и прибыль таких компаний. Никакая компания не идеальна и не защищена от кратковременного падения цены акций.

На сайте GuruFocus мы разместили скринер хороших компаний All-In-One Screener. Просто откройте GuruFocus.com → All-In-One Screener → GuruFocus Screens → The Good Companies. Я также создал портфель, отслеживающий динамику акций, подобранных с помощью этого скринера по состоянию на август 2016 г.

Скринер помог нам найти такие компании, как AutoZone, AMETEK Inc. и Jack Henry & Associates Inc. Это компании со стабильной прибылью, высокой рентабельностью инвестированного капитала и потенциалом хорошего роста. Акции этих компаний также прекрасно себя вели на протяжении последних 10 лет.

Линч продает стабильные компании после повышения цены их акций на 50% за один или два года. Однако они также могут стабильно расти на протяжении длительного времени. Иногда стоит держать акции таких компаний более длительное время, поскольку иначе при продаже придется платить налог на прирост капитала и будет упущена возможность снова купить эти высококачественные компании. Возьмем для примера компанию AutoZone. Никакой момент нельзя назвать подходящим для продажи ее акций. Выручка компании растет приблизительно на 15% в год и в хорошие, и в плохие времена, даже во время рецессии. Долгосрочное вложение в эти акции приносит очень высокий доход.

Быстрорастущие компании

К быстрорастущим относят компании, которые растут более чем на 20% в год. Как правило, это небольшие и агрессивные новые компании. Это любимая область Линча, где он нашел много идей, которые в конечном итоге позволили ему увеличить вложения в 10 и даже 20 раз.

Как отмечал Линч, быстрорастущие компании не обязательно работают в быстрорастущей отрасли. В идеале это компании, которые забирают долю рынка у существующих игроков. Хотя выигрыш может быть высоким, риск инвестирования в быстрорастущие компании также немал. Быстрорастущие компании могут расти слишком быстро и иметь слишком много долгов. Высокие ожидания Уолл-стрит обычно повышают их рыночную цену до опасных уровней. Любое замедление роста приводит к серьезному падению цены на эти акции.

Возьмем компанию Chipotle Mexican Grill. За последнее десятилетие выручка этой сети быстрого питания росла

в среднем более чем на 20% в год. В 2014 г. ее акции торговались с P/E выше 50, так как компания казалась безудержной, открывала все больше точек и демонстрировала двузначный рост продаж. В 2015 г. ресторанная сеть пострадала от вируса и столкнулась с федеральным расследованием. Продажи в существующих точках в настоящее время снижаются, а цена акций упала почти на 50% по сравнению с максимумом 2015 г.

Трудно найти хорошие объекты инвестирования среди быстрорастущих компаний, поскольку у них обычно не хватает истории для анализа. Однако некоторые из них со временем могут превратиться в те самые хорошие компании, которые мы ищем.



Подведем итог: поскольку, как инвесторы, мы ищем только хорошие компании, мы не рассматриваем: компании с недооцененными активами, циклические компании и выходящие из кризиса компании. Едва ли нам удастся найти хорошие компании среди быстрорастущих и медленно растущих компаний, лучше всего для поиска — стабильные компании. Стабильные компании, вероятнее всего, будут отвечать всем требованиям, предъявляемым к хорошим компаниям. Еще раз назову эти требования:

1. Стабильная прибыль в течение длительного периода.
2. Высокая рентабельность инвестированного капитала и высокая рентабельность собственного капитала.
3. Рост выше среднего.

Если вы квалифицированный мастер, то знаете, куда бить.

Цикличность бизнеса

Цикличность бизнеса заслуживает более глубокого рассмотрения. Это один из первых показателей, на который обращает внимание Яктман. Он отдает предпочтение компаниям с длительным жизненным циклом продукции и с коротким циклом покупок. Как отметил Говард Маркс, большинство вещей цикличны, как показано ниже на примере чистой прибыли в различных отраслях. В нижней точке цикла спрос на продукцию вялый. Небольшой спад продаж может привести к огромному падению прибыли компании, поскольку затраты нельзя снизить столь же быстро, как спрос, да само снижение затрат стоит денег.

Из-за характера бизнеса некоторые отрасли никогда не смогут обеспечить стабильно хорошую доходность своим акционерам. Покупка хороших компаний означает полное игнорирование таких отраслей. Я уже перечислял циклические отрасли, такие как автомобилестроение, авиакомпании, химическая промышленность, сталелитейная промышленность и энергетика. Сейчас мне хотелось бы более подробно рассмотреть цикличность некоторых секторов бизнеса.

Сырьевой сектор — один из циклических секторов. На рис. 4.2 показана динамика совокупной выручки 732 американских компаний, акции которых в настоящее время торгуются в сырьевом секторе. Это компании из таких отраслей, как сельское хозяйство, строительные материалы, химическая, угольная, лесная, металлургическая и горнодобывающая промышленность.

Видно, что в 1992, 1998, 2002, 2008 и 2015 гг. выручка сырьевого сектора падала. Из них 1992, 2002 и 2008 гг. были годами рецессии. Совокупная выручка этих компаний сокращалась по сравнению с предыдущими годами на несколько процентов в большинстве случаев, потому что даже в хорошие годы, 1999, 2006 и 2010, средняя норма прибыли сектора составляла

чуть более 6%. Падение выручки всего на несколько процентов приводило к резкому обвалу совокупной прибыли сектора, как это видно на рис. 4.3.

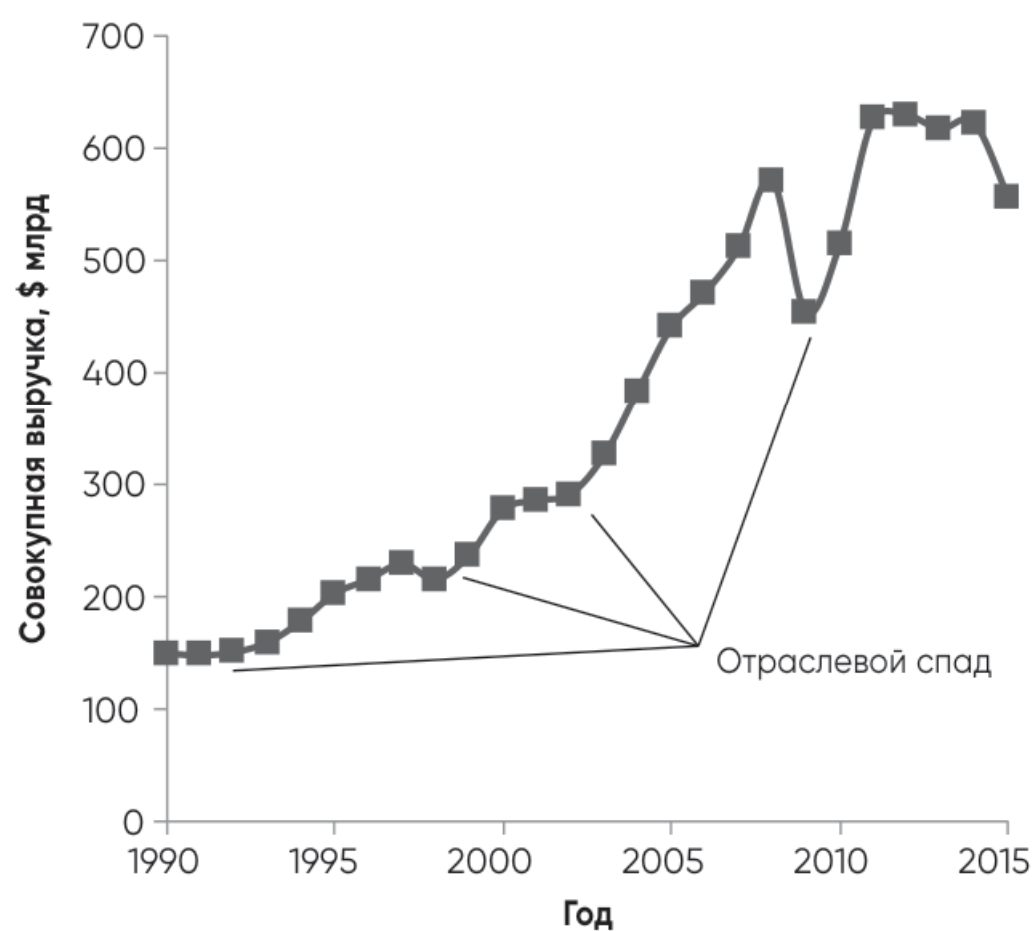


Рис. 4.2. Выручка сырьевого сектора

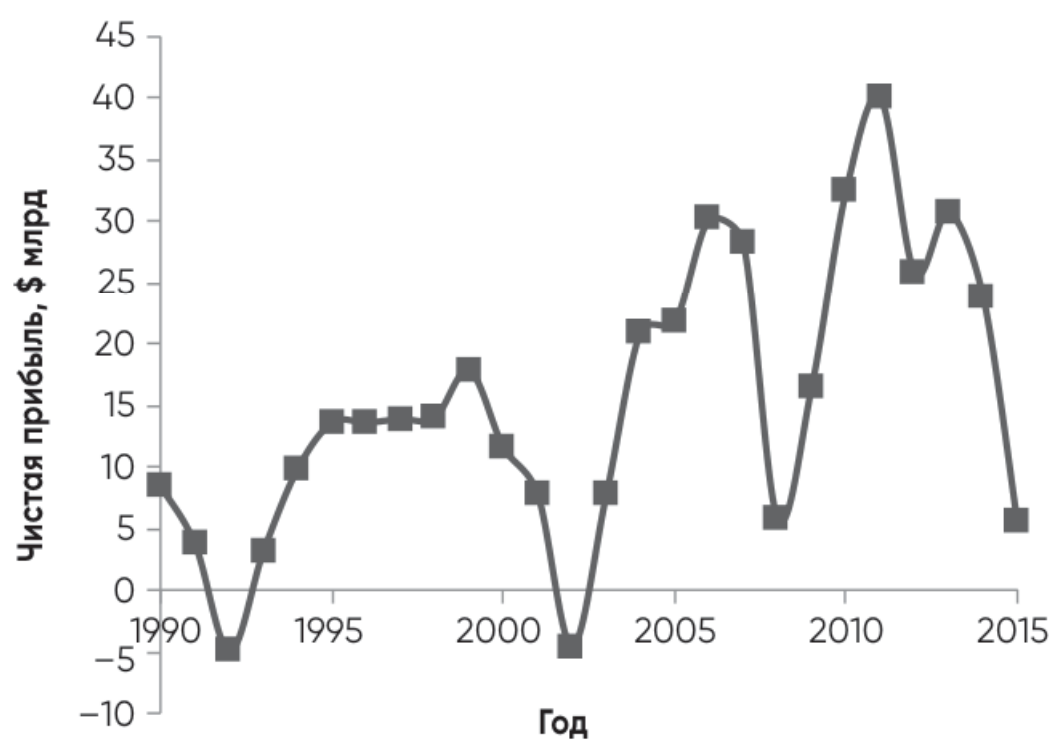


Рис. 4.3. Чистая прибыль сырьевого сектора

В 1992 и 2002 гг. сырьевой сектор понес серьезные потери. В 2008 и 2015 гг. прибыль сектора упала более чем на 80% по сравнению с предыдущими годами, и сектор в целом был едва прибыльным. Из-за высокой капиталоемкости и фондоемкости этому сектору очень сложно быстро корректировать затраты при замедлении спроса. Ведь основная продукция сектора — это сырье, что затрудняет повышение цен для компенсации потери спроса. В связи с этим сырьевой сектор является высокоциклическим.

Акционеры этого сектора отмечают постоянные переходы от прибыли к убыткам каждые несколько лет. Многие компании не могут пережить тяжелые времена и становятся банкротами. Как говорил Баффетт, «в бизнесе, продающем сырьевую продукцию, невозможно быть намного умнее своего самого глупого конкурента»⁹. Поэтому компании вынуждены вступать в ценовую конкуренцию и у них схожая картина прибылей и убытков. Они не могут генерировать стабильную прибыль в течение длительного периода времени.

Таким образом, компании, производящие сельскохозяйственную продукцию, строительные материалы, химические вещества, уголь, лесоматериалы и металлы, нельзя отнести к разряду хороших. Однажды Линч сказал, что на компании, продающие сырьевые товары, следует наклеить этикетки: «Конкуренция может быть опасна для здоровья человека». Избегайте их!

Аналогичное поведение наблюдается в энергетическом секторе и секторе потребительских товаров, которые также являются циклическими. Их прибыль показана на рис. 4.4 и 4.5. Как можно видеть, сектор потребительских товаров действительно циклический. К нему относятся такие отрасли, как обрабатывающая промышленность, автомобилестроение, развлечения, туризм и отдых, а также производство предметов роскоши. Они всегда несут серьезные потери во время

рецессий. В этих отраслях сложно выстроить стабильно прибыльные компании.

В технологическом секторе поведение компаний, занимающихся производством аппаратного и программного обеспечения, существенно отличается. Производители

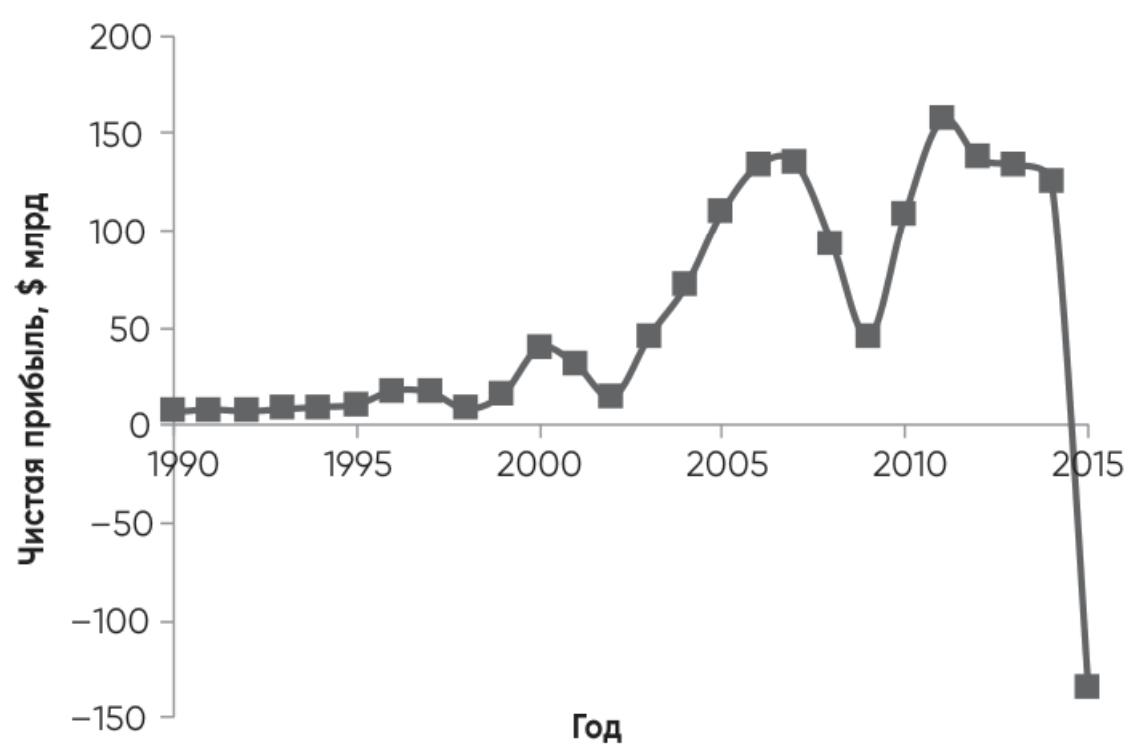


Рис. 4.4. Чистая прибыль энергетических компаний

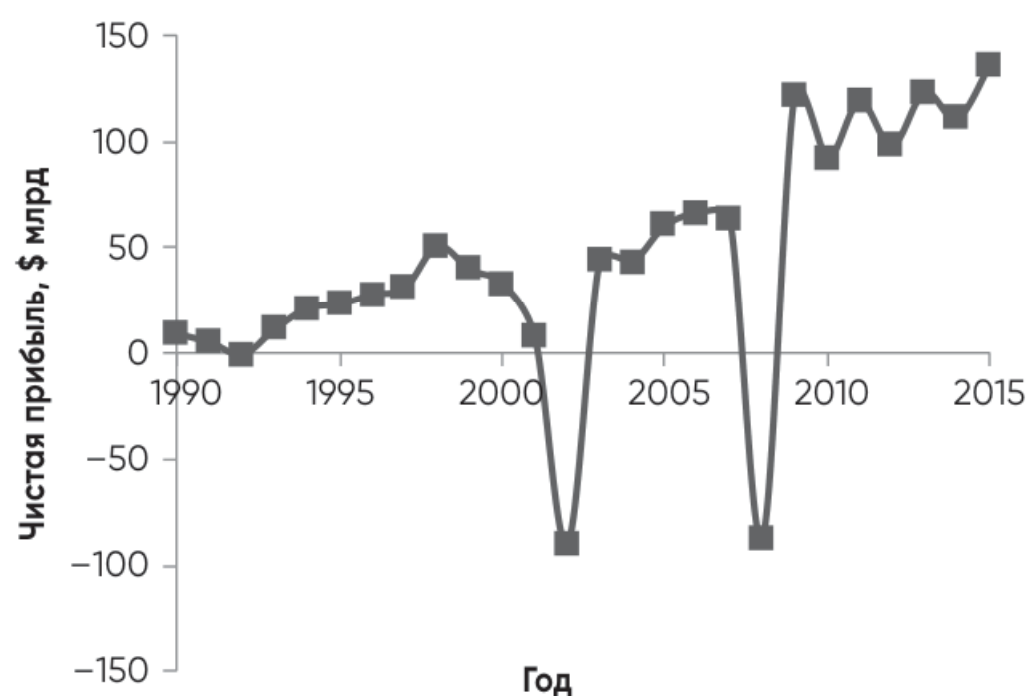


Рис. 4.5. Чистая прибыль циклических производителей потребительских товаров

оборудования, например телекоммуникационного оборудования и компьютеров, отличаются более высокой фондоемкостью и капиталоемкостью. Следовательно, они более чувствительны к экономическим циклам. Из-за постоянных изменений в технологиях компаниям, производящим аппаратное обеспечение, трудно оставаться конкурентоспособными в долгосрочной перспективе.

А вот некоторым производителям программного обеспечения удалось разработать продукты и услуги, которые не меняются слишком быстро. Например, компании Microsoft и Google выстроили свои экономические рвы и стали великими компаниями со стабильной прибылью, высокой рентабельностью инвестированного капитала и хорошим ростом. Компания Ansys Inc. производит программное обеспечение для моделирования, которое широко используется в аэрокосмической, оборонной, автомобильной и строительной промышленности, а также в здравоохранении, энергетике и почти во всех других отраслях. Такое программное обеспечение необходимо многократно тестировать и проверять в реальных производственных условиях. Как только программное обеспечение признано надежным, ни один клиент не захочет рисковать, переходя на новое программное обеспечение другой компании; таким образом компания Ansys выстроила свой ров.

Почти два десятилетия банковский сектор не проявлял особой чувствительности к циклам и рецессиям, пока в 2007 г. не грянул жилищный кризис. Банки могут иметь простой бизнес, например небольшой муниципальный банк, специализирующийся на консервативном ипотечном кредитовании; они также могут иметь сложный бизнес, когда никто толком не знает, чем такие банки занимаются. Баффетту не нравится банковская сфера в целом. Он не покупал акции банков до 1990 г., пока не приобрел акции Wells Fargo. В письме акционерам 1990 г. он объясняет¹⁰:

Банковское дело никогда не было нашей любимой сферой. Когда активы в 20 раз превышают собственный капитал (а это обычное соотношение для банковской деятельности), то ошибки в управлении даже небольшой частью активов могут нанести серьезный ущерб собственному капиталу. А в крупных банках ошибки стали скорее правилом, чем исключением. Большая часть этих ошибок проистекает из административных промахов, описанных нами в прошлом году, когда обсуждался «институциональный императив»: стремление многих руководителей банков имитировать поведение людей своего круга, каким бы глупым это ни казалось. В области кредитования они руководствуются принципом «следуй за лидером» и проявляют рвение и поведение, свойственное леммингам, и, естественно, их потом ожидает судьба леммингов.

Именно это и стало причиной неприятностей Citigroup при бывшем генеральном директоре Чарльзе Принсе, который широко известен своим заявлением о приверженности Citigroup сделкам по выкупу с использованием заемных средств, несмотря на опасения насчет снижения ликвидности из-за постепенного ухудшения ситуации, причиной которого стали низкокачественные ипотечные кредиты: «Пока играет музыка, нужно танцевать». Однажды он пошутил:

Что нужно, чтобы стать успешным банкиром? Следуйте трем правилам: во-первых, не одалживайте деньги тем, кто не может их вернуть; во-вторых, не одалживайте деньги тем, кто в них сильно нуждается; и, в-третьих, не одалживайте собственные деньги.

Во время жилищного безумия 2000-х гг. большинство банкиров помнили только о третьем правиле.

Баффетт считает руководство главным фактором успеха банка. В письме акционерам 1990 г. он продолжает:

Именно соотношение заемных и собственных средств 20:1 усиливает слабые и сильные стороны управления, а потому покупка акций банка с плохим управлением по «низкой» цене нас не привлекает. Напротив, мы заинтересованы в покупке акций хорошо управляемого банка по справедливой цене.

Ему вторит Мангер на собрании акционеров Daily Journal Inc., председателем совета директоров которой он является, заявивший в 2016 г.¹¹:

Я не думаю, что кто-то когда-нибудь решится купить банк, не оценив проницательность его руководства. Банковское дело — это область, в которой легко обмануть себя, сообщая о больших цифрах, которые на самом деле не зарабатываются. Это очень опасное место для инвестора. Если у вас нет глубокого понимания этого бизнеса, лучше [избегайте его].

Линчу нравятся небольшие местные банки и ссудосберегательные организации. Их бизнес намного проще, и ими часто руководят консервативные банкиры.

Здравоохранение и потребительские товары первой необходимости относительно нечувствительны к экономическим циклам. В конце концов, люди все равно обращаются к врачам, когда заболевают. К потребительским товарам первой необходимости относятся продукты питания, напитки, табачные изделия и другие недорогие продукты ежедневного потребления. Потребители нечувствительны к изменениям цен на эти продукты и не могут отказаться от их покупки,

даже если цены растут, что дает компаниям ценовое преимущество. Это те товары, которые нужны ежедневно, они имеют короткий цикл покупки, что нравится Яктману. В то же время это, как правило, простые товары с длительным жизненным циклом. Например, Berkshire Hathaway купила компанию See's Candy в 1972 г., так вот сейчас она производит все те же сладости. Следовательно, потребности в инвестициях небольшие. Это та область, в которой работают многие хорошие компании. Мы, как инвесторы, можем вносить свой вклад в рост этих компаний и получать выгоду от приобретения их акций на длительный срок (см. рис. 4.6 и 4.7).

Именно этим занимается знаменитый стоимостный инвестор Том Руссо уже более трех десятилетий. Свыше 60% его портфеля составляют пищевые и пивоваренные компании, такие как Nestle, Heineken, Anheuser-Busch и Pernod Ricard, и табачные компании, такие как Philip Morris International и ее сестринская компания Altria. Покупка этих высокодоходных и стабильно прибыльных компаний сопряжена с небольшим риском и не влечет за собой необходимости их продажи. Квартальная оборачиваемость его портфеля составляет менее 2%, и у него великолепные долгосрочные результаты.

Инвесторам следует остерегаться розничного бизнеса, даже если они инвестируют в потребительские товары первой необходимости. Вот что писал Баффетт о розничной торговле в своем письме акционерам 1995 г.¹²:

Розничная торговля — это жесткий бизнес. На протяжении своей карьеры инвестора я много раз наблюдал, как компании розничной торговли в течение определенного периода демонстрировали потрясающий рост и превосходную рентабельность собственного капитала, а затем внезапно сдувались, часто вплоть до банкротства. Этот феномен «падающей звезды» гораздо чаще встречается

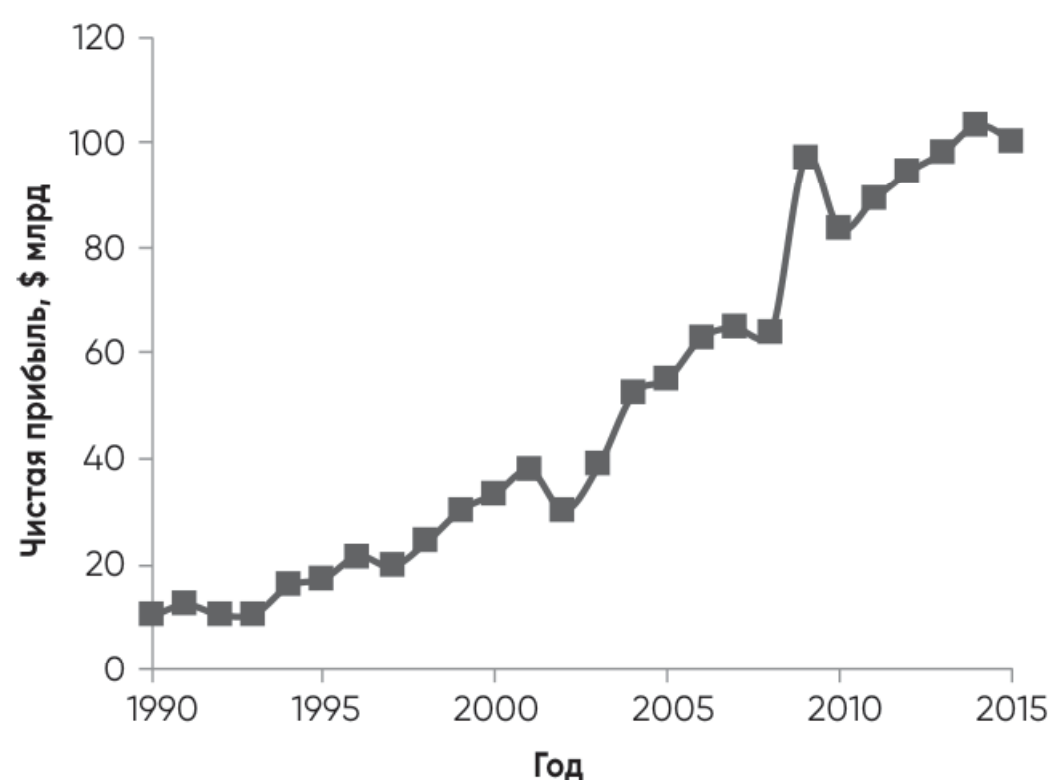


Рис. 4.6. Чистая прибыль в секторе здравоохранения

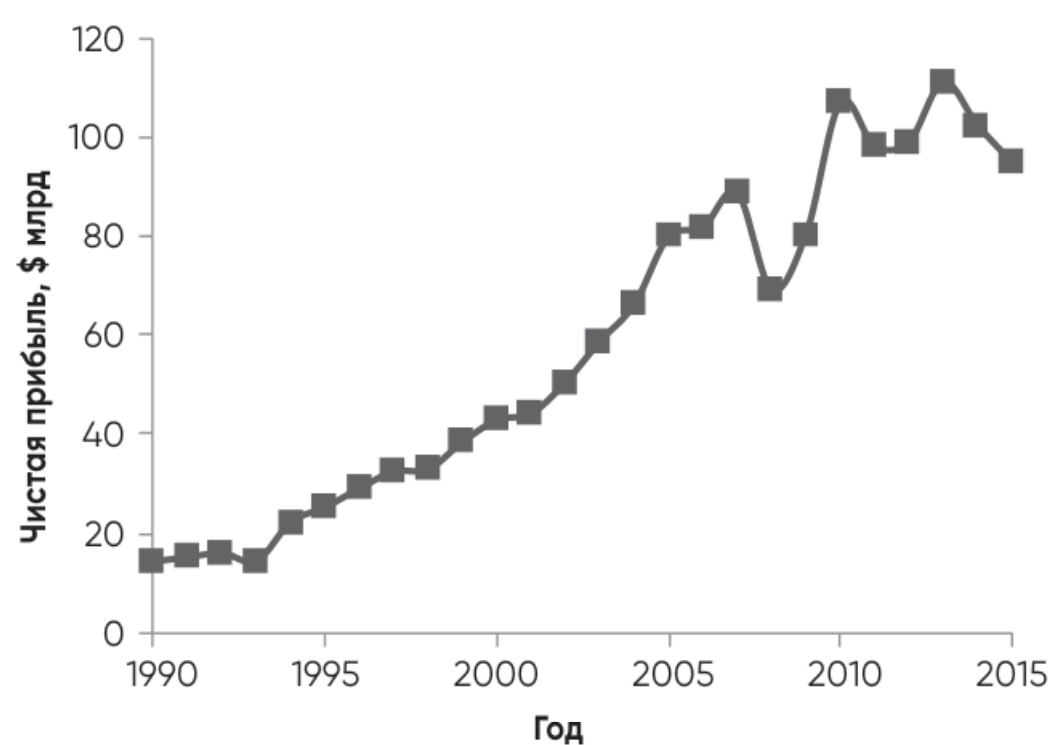


Рис. 4.7. Чистая прибыль в секторе потребительских товаров первой необходимости

среди компаний розничной торговли, чем среди компаний, которые занимаются производством или услугами. Отчасти это происходит потому, что компания розничной торговли должна быть проактивной и изобретательной всегда. Конкуренты всегда копируют, а затем превосходят

все, что ты делаешь. Покупателей заманивают всеми возможными способами, чтобы они попробовали новую продукцию. В розничной торговле остановиться — значит проиграть.

Подведем итог: приверженность покупке только хороших компаний означает, что инвесторам следует избегать представителей высокоциклических секторов, таких как производители сырья, компьютерного и телекоммуникационного оборудования, полупроводниковых приборов, неважно, насколько блестящими кажутся их перспективы. Природа такого бизнеса просто не позволяет компаниям получать стабильную прибыль. Секторы здравоохранения и потребительских товаров первой необходимости практически нечувствительны к экономическим циклам. Это те секторы экономики, в которых проще найти отличные компании с высокой рентабельностью и стабильной прибылью.

Журавль в небе или синица в руках

Решение покупать только хорошие компании также означает отказ от определенных акций с лучшей доходностью. При анализе 3577 компаний, которые непрерывно торговались в течение последних 10 лет, я обнаружил, что 50 акций с самой высокой доходностью показывали годовой прирост 25% и выше. Среди этих 50 компаний шесть были из биотехнологической отрасли, а пять — из софтверной индустрии. За последние 10 лет именно там было больше всего звезд. Но нам вряд ли удастся достать одну из них, поскольку мы решили покупать только хорошие компании с отличными долгосрочными результатами деятельности. Ни одну из этих звезд нельзя было отнести к хорошим компаниям 10 лет назад. Даже сегодня лишь некоторые из них могут соответствовать всем критериям.

Давайте сначала посмотрим на звездные компании в биотехнологической отрасли. Лучшие результаты продемонстрировала Medivation Inc. В среднем она росла на 50% в год в последние 10 лет. Десятилетие назад у нее не было выручки и она теряла десятки миллионов в год. Однако ее рыночная капитализация превышала \$100 млн. Почему рынок оценивает компанию без выручки в сотни миллионов долларов? Никакой разумный инвестор никогда бы не купил такие акции. Еще год назад компания не имела выручки, а ее рыночная капитализация превысила \$400 млн. Но компания начала зарабатывать, и сейчас ее годовой доход приближается к \$1 млрд, а чистая прибыль превышает \$250 млн. Но прибыль она получила лишь в 2014 г., когда ее рыночная капитализация составляла уже более \$7 млрд. На сегодняшний день рыночная стоимость компании превышает \$10 млрд.

Разве кто-то мог заметить такую возможность 10 лет назад? Разве кто-то мог предвидеть, что за 10 лет компания может нарастить выручку с нуля до \$1 млрд? Даже при наличии глубоких знаний и глубокого понимания отрасли это кажется невозможным. Поиск такой возможности 10 лет назад действительно был похож на попытку поймать журавля в небе.

Теперь посмотрим на вторую по показателям компанию биотехнологической отрасли BioSpecifics Technologies Corp. В последние 10 лет ее акции росли на 43% в год. Десятилетие назад у нее была крошечная рыночная капитализация \$5 млн. Ее выручка сократилась с \$5,5 млн в 2005 г. до \$1,9 млн в 2006 г., и компания подешевела из-за этого на \$3,3 млн. Даже сегодня выручка компании едва дотягивает до \$23 млн в год. Ее чистая прибыль — \$10 млн. Ее рыночная капитализация сегодня — \$284 млн. Несмотря на привлекательность роста цены акций, рыночная капитализация \$5 млн 10 лет назад была слишком мала даже для многих индивидуальных

инвесторов, а компания несла большие убытки от своей деятельности.

В софтверной индустрии лучшие результаты показывали компании EBIX Inc. и Tyler Technologies. Средний рост акций EBIX, поставщика программного обеспечения для страховых компаний, составлял 40% в год. Tyler разрабатывает программное обеспечение для местных органов власти, и в последние 10 лет ее акции росли на 30% в год. Выручка EBIX составляла менее \$30 млн, а Tyler — менее \$200 млн. Их нельзя было отнести к хорошим компаниям в 2006 г., поскольку они только начали получать прибыль.

Не проходили они и по наличию долгосрочной стабильной прибыли. Мы бы прошли мимо и других акций с высоким темпом роста в прошлом десятилетии, таких как Amazon.com, Apple и Priceline. Эти компании не имели стабильной прибыли. Звучит ужасно? Нет, потому что это позволило нам избежать гораздо более высокой вероятности убытков по сравнению со многими другими компаниями.

Посмотрим на все акции биотехнологических компаний, которые торговались на рынке в 2006 г. На начало 2006 г. существовало 210 базирующихся в США биотехнологических компаний с объемом продаж менее \$100 млн. Сюда входят компании, которые позже были исключены из листинга в связи с их поглощением или банкротством. Из них 67, т. е. 32%, обанкротились в последующие годы. Еще 40% акций приносят отрицательную доходность даже после 10-летнего периода владения. Медианный рост цены акций 210 компаний составляет –80%. Если принять во внимание 90 компаний с профилем продаж, сходным с профилем звездных компаний, таких как Medivation и BioSpecifics, то 70% из них позже обанкротились; 87% акций потеряли свыше 90% своей стоимости.

Ситуация в софтверной индустрии немного лучше, но шансы поставить на компанию, которая проиграет,

чрезвычайно высоки. Из 357 базирующихся в США софтверных компаний, которые в 2006 г. торговались на бирже и имели выручку менее \$100 млн, в дальнейшем обанкротилось около 20%. Свыше 57% инвесторов до сих пор теряют деньги, даже после 10-летнего периода владения. Медианный рост цены акций этих 357 компаний составляет –28%. Каков шанс выбрать звезду среди этих компаний? Если вы не выбрали победителей, ставка на проигравших дорого вам обойдется.

Если бы мы искали компании, которые можно отнести к хорошим в 2006 г. (остававшиеся прибыльными в течение предыдущих 10 лет и имевшие среднюю рентабельность инвестированного капитала более 20%), то обнаружили бы 205 компаний. Если бы мы держали их акции в течение 10 лет, то 5% из них за это время обанкротились. Через 10 лет мы бы потеряли деньги на 31% компаний. Медианный рост цены акций этих 205 компаний намного выше — 34%. В целом шанс потерять деньги намного меньше.

Если ставка на выбор компаний с наилучшими результатами похожа на ловлю журавля в небе, то покупка хороших компаний по справедливой цене — на синицу в руках. Возможно, мы не найдем звезд, но встретим много достойных компаний, таких как сеть магазинов Dollar Tree и производитель газировки и презервативов Church & Dwight. И, что гораздо более важно, мы избежим больших потерь.

Таким образом, покупая только хорошие компании, мы оказываемся в гораздо более безопасном месте во вселенной инвестиций. Мы стараемся исключить возможность потери денег, покупая компании, которые уже доказали свою состоятельность. Наша вселенная, где мы выбираем акции для покупки, намного меньше вселенной Линча. Мы хотим оставаться в непосредственной близости от хороших компаний. Мы не хотим попадать в ситуации с высоким риском потери вложений.

Как однажды заметил Мангер, «все, что я хочу знать, — это то, где умру, чтобы никогда там не оказаться».

Мне бы хотелось закончить эту главу мудрым высказыванием Баффетта¹³:

Для большинства людей при инвестировании важно не то, как много они знают, а то, насколько реалистично они определяют то, чего не знают. Инвестору нужно делать очень мало вещей, если он хочет избежать больших ошибок.

Глава 5

Покупайте хорошие компании по справедливым ценам

То, что стоит делать, стоит делать медленно.

Мэй Уэст

В двух предыдущих главах я рассказывал о том, какие компании могут быть отнесены к «хорошим» для покупки и где их искать. Однако покупка хорошей компании сама по себе не гарантирует хороших результатов. Для этого нужно приобрести компанию по справедливой цене. Я утверждаю, что при покупке хорошей компании у вас нет риска безвозвратной потери капитала до тех пор, пока ее бизнес демонстрирует хорошие результаты, а стоимость компании растет. Однако любая сумма, уплаченная сверх справедливой цены, съедает вашу доходность.

Например, на волне ажиотажа в разгар рыночного пузыря за три года акции компании Wal-Mart выросли более чем на 500%, достигнув к концу 1999 г. примерно \$70. Инвесторам, которые купили акции компании Wal-Mart в конце 1999 г., потребовалось 12 лет, чтобы выйти в точку безубыточности. Даже сегодня цены акций Wal-Mart лишь немногим выше, чем они

были 16 лет назад. Компания Wal-Mart полностью отвечала требованиям, предъявляемым к хорошим компаниям в 1999 г. Она всегда была прибыльной, ее ROIC колебалась на уровне 14–18%, а рост прибыли выражался двузначными числами. Однако проблема заключалась в том, что акции были переоценены. В конце 1999 г. коэффициент P/E был равен 60. Сегодня P/E равен 16. Компания Wal-Mart в четыре раза увеличила прибыль с 1999 г., однако инвесторы, купившие акции компании в 1999 г., этого не ощутили, поскольку переплатили за акции.

Другой пример — компания Coca-Cola. В середине 1998 г. ее акции торговались по \$43 (с учетом дробления). Сейчас, через 18 лет, они стоят ниже \$43. Coca-Cola — отличная компания. Уоррен Баффетт купил ее акции в 1988 г. В 1990-х гг. рентабельность инвестированного капитала у нее составляла свыше 30%. Однако с середины 1998 г. до сегодняшнего дня ее акции практически не выросли. Причина та же, что и в случае Wal-Mart. Причем акции Coca-Cola были переоценены даже больше, чем акции Wal-Mart. В середине 1998 г. они торговались с коэффициентом P/E 95. Единственный доход, который получили инвесторы за эти 18 лет, — это дивиденды, которые в среднем составили унылые 2%. Восемь лет назад 400 млн акций Coca-Cola, которыми владеет компания Berkshire Hathaway, стоили \$17 млрд. Столько же они стоят и сегодня.

Напомню, что исторические коэффициенты P/E и дивидендную доходность, а также множество других ключевых показателей можно посмотреть на интерактивном графике сайта GuruFocus.

В какой-то мере Баффетт сожалел, что не продал переоцененные акции позднее, после схлопывания пузыря в 1999 г. В письме акционерам 2004 г. он писал¹:

Тем не менее меня могут справедливо критиковать за то, что я лишь сокрушаюсь по поводу шокирующих рыночных цен в период экономического пузыря, вместо того

чтобы действовать исходя из своих представлений. Хотя в то время я говорил, что некоторые из принадлежавших нам акции переоценены, я недооценил, насколько сильно они переоценены. Я говорил вместо того, чтобы действовать.

Таким образом, удовлетворительную доходность можно получить только в том случае, если акции куплены по разумной цене.

Ранее я сравнивал долгосрочное владение акциями хороших компаний с браком. Чарльз Мангер сказал, что секрет счастливого брака заключается в умении найти себе пару с невысокими ожиданиями. Это применимо и к браку инвестора с хорошей компанией. Высокие ожидания рынка приводят к переоценке акций, что не позволяет инвесторам получить хорошие результаты.

Какая оценка акций является справедливой? Есть много способов оценки стоимости компаний. Каждый может применяться в зависимости от ситуации и характера бизнеса. Более подробно я расскажу о методах оценки в главе 9. В этой главе я сосредоточусь на двух основных методах: методе дисконтированного денежного потока (DCF) и коэффициенте цена/прибыль (P/E). У обоих методов есть ограничения, и они не являются универсальными, но оба дают хорошие результаты при оценке хороших компаний. С точки зрения вычисления справедливой стоимости компаний они практически эквивалентны.

Метод дисконтированного денежного потока

Теория дисконтированного денежного потока (DCF) впервые была описана в докторской диссертации Джона Берра Уильямса в Гарварде в 1937 г. Эта диссертация была опубликована в 1938 г. в виде книги под названием «Теория инвестиционной

стоимости»². В двух словах эта теория заключается в следующем: *стоимость любой акции, облигации или компании сегодня определяется притоком и оттоком денежных средств (дисконтированных по соответствующей процентной ставке), которые ожидаются в течение оставшегося срока службы актива.*

Таким образом, модель DCF смотрит в будущее. Однако нам известно только прошлое. Мы вынуждены принимать определенные предположения о будущем, хотя многие из них основаны на поведении компании в прошлом. Такие предположения включают в себя:

- темпы роста компании в будущем;
- оставшееся число лет функционирования компании;
- ставку дисконтирования.

Если предположить, что сейчас годовой свободный денежный поток компании составляет $E(0)$, а темп роста — g , то через n лет компания заработает:

$$E(n) = E(0)(1 + g)^n.$$

Через n лет сумма $E(n)$ будет стоить меньше по сравнению со стоимостью в текущий момент $E(0)$, поэтому ее нужно дисконтировать до ее текущей стоимости, которая равна:

$$E(0)(1 + g)^n / (1 + d)^n = E(0)[(1 + g)/(1 + d)]^n,$$

где d — ставка дисконтирования. Если компания будет стабильно зарабатывать эту сумму в течение n лет, то совокупная прибыль за эти годы составит:

$$E(0)\{(1 + g)/(1 + d) + [(1 + g)/(1 + d)]^2 + [(1 + g)/(1 + d)]^3 + \dots + [(1 + g)/(1 + d)]^n\} = E(0)x(1 - x^n)/(1 - x),$$

где $x = (1 + g)/(1 + d)$.

Очевидно, что ни одна компания не может расти бесконечно. В определенной точке рост замедлится и затем прекратится. Однако у компании все еще есть стоимость до тех пор, пока она приносит деньги своим владельцам. Таким образом, можно разделить время существования компании на два этапа: этап роста и этап завершения деятельности, или конечный этап. Предположим, что на конечном этапе темпы роста компании составляют t после n лет роста с темпом g . Продолжительность конечного этапа — m лет. Конечная стоимость компании будет равна:

$$E(0)[(1+g)/(1+d)]^n\{(1+t)/(1+d) + [(1+t)/(1+d)]^2 + \\ + [(1+t)/(1+d)]^3 + \dots + [(1+t)/(1+d)]^m\} = E(0)x^ny(1-y^m)/(1-y),$$

где $y = (1+t)/(1+d)$.

Сложив все вместе в соответствии с методом DCF, с помощью этого уравнения можно определить внутреннюю стоимость компании:

Внутренняя стоимость = будущая прибыль на этапе роста +
+ стоимость компании на конечном этапе.

$$\text{Внутренняя стоимость} = E(0)x(1-x^n)/(1-x) + \\ + E(0)x^ny(1-y^m)/(1-y),$$

где $x = (1+g)/(1+d)$, $y = (1+t)/(1+d)$.

Это уравнение внутренней стоимости компании на основе дисконтированной прибыли. В этом уравнении используются следующие параметры:

$E(0)$ = текущая прибыль (здесь я намеренно не делаю различия между прибылью и свободным денежным потоком, так как формула работает для обоих случаев одинаково);

G = темп роста на этапе роста;

d = ставка дисконтирования;

t = темп роста на конечном этапе;

n = количество лет на этапе роста;

m = количество лет конечного этапа.

На сайте GuruFocus есть двухэтапный калькулятор справедливой стоимости на основе модели DCF. По умолчанию мы предполагаем, что темп роста на этапе роста для следующих 10 лет равен среднему темпу роста прибыли на акцию за предыдущие 10 лет или 20%, в зависимости от того, что меньше; темп роста на конечном этапе, который также длится 10 лет, равен 4%. Для расчета мы использовали прибыль (без разовых статей) на акцию вместо свободного денежного потока на акцию, поскольку наши исследования показали, что в долгосрочной перспективе цены акций больше коррелируют с прибылью, чем со свободным денежным потоком. По умолчанию ставка дисконтирования равна 12%. На сайте GuruFocus также можно определить маржу безопасности, которая рассчитывается по следующей формуле:

$$\text{MOS} = (\text{внутренняя стоимость} - \text{цена}) / \text{стоимость}.$$

На сайте GuruFocus можно узнать текущую внутреннюю стоимость и маржу безопасности для любых акций, которые в настоящее время торгуются на биржах по всему миру, рассчитанные по модели DCF. Ссылка на показатели компании Wal-Mart: <http://www.gurufocus.com/dcf/WMT>.

Аналогичным образом можно построить более сложную трехэтапную модель DCF. Однако в этом нет необходимости, так как сам расчет является оценочным и увеличение количества допущений не повысит точность результата.

Знать внутреннюю стоимость компании и маржу безопасности для интересующих вас акций полезно, но необходимо учитывать ограничения модели DCF. Прежде всего, модель

DCF — это попытка предсказать будущие показатели деятельности компании. Следовательно, деятельность компании должна быть предсказуемой. Компании с более стабильным ростом более предсказуемы по сравнению с компаниями с резкими колебаниями прибыли. Такие компании обычно оцениваются более высоко в рейтинге предсказуемости GuruFocus's Business Predictability Rank. Расчетные показатели для таких компаний более надежные. Модель DCF неприменима к компаниям, у которых показатели деятельности имеют широкий диапазон колебаний. Эта модель также неприменима к компаниям с недооцененными активами, выходящим из кризиса компаниям или циклическим компаниям.

Для компаний с предсказуемой прибылью допущения относительно расчетных параметров могут очень сильно повлиять на результат. Необходимо тщательно выбирать параметры, чтобы они отражали реальную картину деятельности компании. Далее я покажу, какое влияние оказывает каждый параметр на расчет внутренней стоимости и как их следует выбирать.

Темпы роста

При расчете на калькуляторе по модели DCF на сайте GuruFocus мы предполагаем, что в ближайшие 10 лет компания будет расти теми же темпами, что и предыдущее десятилетие. Но такой подход, скорее всего, приведет к переоценке роста компании, особенно если она стремительно росла в прошлом. Порог для темпов роста на уровне 20% позволяет снизить вероятность переоценки. Например, средний темп роста показателя EPS в последние 10 лет для компании Priceline составил 40% в год. Однако в последние пять лет темпы роста замедлились до 25% в год. Вполне разумно предположить, что компания будет расти на 20% в год в ближайшие 10 лет.

На конечном этапе темп роста 4% в год, возможно, слишком низок для такой компании, как Priceline. Это может привести к недооценке ее внутренней стоимости: 4% — это чуть выше долгосрочных темпов инфляции.

Таблица 5.1. Зависимость стоимости от темпов роста

Темп роста, %	Стоимость на этапе роста	Стоимость на конечном этапе	Совокупная стоимость
10	7,9	3,8	11,7
11	8,3	4,2	12,5
12	8,7	4,6	13,3
13	9,1	5,0	14,1
14	9,5	5,5	15,0
15	10,0	6,0	16,0
16	10,5	6,5	17,0
17	11,0	7,1	18,1
18	11,6	7,8	19,3
19	12,1	8,4	20,6
20	12,7	9,2	21,9
21	13,4	10,0	23,3
22	14,0	10,8	24,9
23	14,7	11,7	26,5
24	15,5	12,7	28,2
25	16,3	13,8	30,1

Влияние темпов роста на стоимость компании показано в табл. 5.1. Мы исходим из того, что в настоящее время прибыль на акцию компании составляет \$1. Темпы роста на конечном этапе — 4%. Ставка дисконтирования — 10%. Этап роста и конечный этап — по 10 лет. В последней колонке показана стоимость при разных темпах роста, указанных в первой колонке.

Очевидно, чем выше темпы роста, тем выше стоимость акций. Если компания растет на 25% в год первые 10 лет и затем на 4% в год следующие 10 лет, ее акции будут стоить

приблизительно в 30 раз больше прибыли, как мы можем видеть из таблицы. Это совпадает с эмпирическим правилом Питера Линча, в соответствии с которым справедливый коэффициент P/E для компании примерно равен темпам ее роста. Разумеется, на расчетную справедливую стоимость влияет ставка дисконтирования. При ставке дисконтирования равной 12, а не 15, стоимость будет выше, поэтому эмпирическое правило Линча кажется достаточно консервативным. В то время, когда Линч работал в компании Fidelity, процентная ставка выражалась двузначными цифрами. Более высокая дисконтная ставка была обоснованна.

Количество лет на этапе роста и на конечном этапе

Количество лет на этапах роста и конечных этапах, которые используются для расчетов, также может сильно повлиять на их результаты. Разумное количество лет меняется от компании к компании. Если у вас есть дети-подростки, как у меня, вы наверняка обратили внимание, как им нравятся футболки из Aeropostale. В начале 2000-х гг. сеть магазинов футболок для подростков росла на 50% в год. Затем она уперлась в стену. Выручка начала падать в начале 2010-х гг., и с тех пор акции потеряли свыше 99% своей цены. Если бы мы использовали модель DCF для расчета внутренней стоимости компании в начале 2000-х, было бы слишком наивно предполагать, что компания продержится на рынке еще 20 лет.

Слышали фразу «Живи быстро, умри молодым»? Она также применима к сроку существования компаний. Хотя правдой может быть и прямо противоположное!

Как сказал Баффетт, бездействие, слишком медленные действия или ошибочные действия компании из быстроменяющейся отрасли могут стоить ей жизни. Компании с длительным ожидаемым сроком деятельности могут продавать одни

и те же товары и услуги и через 5, 10 или 20 лет. Необходимые изменения в бизнесе минимальны, и это дает им возможность продолжать совершенствовать производство и продажи продукции, создавая при этом сетевой эффект, узнаваемость бренда, вкусовые привычки и зависимости.

Возьмем, например, Coca-Cola. Уже свыше 100 лет компания продает, по существу, один и тот же безалкогольный напиток, который она вывела на рынок в конце XIX в. Предположение о 10 годах роста и 10-летнем конечном этапе приведет к огромной недооценке внутренней стоимости компании. Любопытно, что в 1985 г., почти через столетие после выхода на рынок, Coca-Cola попыталась изменить свой продукт и вывела на рынок новый напиток под названием New Coke. Однако покупатели остались верны «старым добрым традициям» и воспротивились новому вкусу. Компания сдалась и вернулась к старому продукту. После этого урока Coca-Cola, вероятно, будет придерживаться классического напитка по меньшей мере еще 100 лет.

Количество лет, используемых в расчетах, показывает, как экономический ров отражается на внутренней стоимости компании. При наличии широкого экономического рва компания может защищать свою территорию и приносить прибыль в течение длительного времени. В таких случаях необходимо увеличивать количество лет при расчете.

Другой пример — компания See's Candy. В 1972 г. Баффетт заплатил \$25 млн за весь будущий денежный поток, который заработает компания. В табл. 5.2 используются реальные данные о прибыли See's Candy в период с 1972 по 1999 г.³, за исключением 1973–1975 гг., когда компания Berkshire не раскрывала эту информацию. Поэтому для периода с 1972 по 1976 г. я принял линейный рост. Вся прибыль после 1972 г. дисконтируется к году покупки (1972 г.), по ставке 25% в год. В последней колонке показана кумулятивная дисконтированная прибыль See's с 1972 г. до последнего расчетного года.

Таблица 5.2. Прибыль и дисконтированная прибыль компании See's Candy

Год	Прибыль до налогообложения, \$ млн	Дисконтированная прибыль, \$ млн	Прибыль нарастающим итогом, \$ млн
1972	4,2	4,2	4,2
1973	6,0	4,8	9,0
1974	7,8	5,0	14,0
1975	9,5	4,9	18,9
1976	11,0	4,5	23,4
1977	12,8	4,2	27,6
1978	12,5	3,3	30,8
1979	12,8	2,7	33,5
1980	15,0	2,5	36,0
1981	21,9	2,9	39,0
1982	23,9	2,6	41,5
1983	27,4	2,4	43,9
1984	26,6	1,8	45,7
1985	29,0	1,6	47,3
1986	30,4	1,3	48,7
1987	31,7	1,1	49,8
1988	32,5	0,9	50,7
1989	34,2	0,8	51,5
1990	39,6	0,7	52,2
1991	42,4	0,6	52,8
1992	42,4	0,5	53,3
1993	41,2	0,4	53,7
1994	47,5	0,4	54,0
1995	50,2	0,3	54,3
1996	51,9	0,2	54,5
1997	59,0	0,2	54,8
1998	62,0	0,2	55,0
1999	74,0	0,2	55,1

Причина, по которой я использовал очень высокую 25%-ную ставку дисконтирования, заключается в том, что Баффетт одновременно увеличивал балансовую стоимость компании Berkshire Hathaway на 25% в год. Таким образом, к 1999 г., который является последним годом, когда компания Berkshire отдельно раскрывала доходы и прибыли See's, она заработала \$55 млн прибыли до налогообложения в ценах 1972 г. Если бы я использовал более щедрую 15%-ную ставку дисконтирования, прибыль Баффетта составила бы \$114 млн в ценах 1972 г. При ставке дисконтирования 12% денежный поток был бы равен \$154 млн в ценах 1972 г. После уплаты налогов сумма все равно была бы на уровне \$100 млн. Таким образом, \$25 млн, которые Баффетт заплатил за See's Candy в 1972 г., считая, что это дорого, в действительности означали покупку доллара за ¢70 после уплаты налогов. Это была выгодная сделка, учитывая качество бизнеса компании See's.

Однако See's продолжила работу и после 1999 г. Просто поинтересуйтесь об этом у акционеров компании Berkshire, которые стоят в длинной очереди, чтобы купить сладости во время собраний. Честно говоря, шоколадки See's кажутся мне чересчур сладкими, я предпочитаю орехи и жевательные конфеты. И эти сладости дорогие. Я бы не стал их покупать, даже если бы был акционером компании Berkshire. Тем не менее компания See's по-прежнему процветает. За 15 лет, с 2000 по 2014 г., она принесла Berkshire Hathaway более \$1 млрд до уплаты налогов⁴. В ценах 2000 г. при ставке дисконтирования 12% ее прибыль равна более чем \$500 млн. В 2000 г. Баффетт мог бы продать See's за \$500 млн, сгенерировав весь денежный поток, за который первоначально заплатил всего \$25 млн. В 2014 г. компания See's все еще продолжала работать. Денежный поток не иссяк.

Я специально применил модель DCF к компаниям Coca-Cola и See's Candy. Смысл в том, что срок деятельности

компании — это важнейший фактор, который должен учитываться при покупке. Компании, которые могут себе позволить роскошь медленных изменений, могут оставаться в бизнесе дольше и являются более ценными для своих акционеров.

Может быть, именно поэтому черепахи живут долго? Мне интересно, кто за свою жизнь преодолеет большее расстояние — кролик или черепаха?

Влияние количества лет конечного этапа на внутреннюю стоимость показано ниже. Мы опять исходим из того, что в настоящее время прибыль на акцию компании составляет \$1. Ставка дисконтирования — 12%. Этап роста длился 10 лет, а темп роста составлял 12%. Темп роста на конечном этапе — 4%.

Продолжительность конечного этапа, годы	Стоимость на этапе роста	Стоимость на конечном этапе	Совокупная стоимость
10	10,0	6,8	16,8
15	10,0	8,7	18,7
20	10,0	10,0	20,0

Можно увидеть, что если увеличить продолжительность конечного этапа с 10 до 20 лет, то стоимость акций вырастет приблизительно на 20%. Дальнейшее увеличение его продолжительности не приведет к значительному росту стоимости из-за дисконтирования, однако компания с более долгим периодом деятельности, безусловно, более ценная.

Ставка дисконтирования

Я кратко упомянул о влиянии ставки дисконтирования при расчете для компании See’s Candy. В табл. 5.3 приведена дисконтированная величина прибыли до налогообложения в размере \$859 млн, которую компания See’s Candy заработала

в период с 1972 по 1999 г., при разных ставках дисконтирования для приведения этой суммы к ценам 1972 г., когда Баффетт приобрел компанию See’s. Очевидно, что ставка дисконтирования может очень сильно влиять на величину внутренней стоимости.

Таблица 5.3. Прибыль до налогообложения See’s Candy, приведенная к 1972 г. с использованием разных ставок дисконтирования

Ставка дисконтирования, %	Приведенная к 1972 г. прибыль, \$ млн
25	55,1
23	62,1
20	75,8
17	95,6
15	114
12	153
10	192

Какова разумная ставка дисконтирования, которую следует использовать при расчете внутренней стоимости акции? С научной точки зрения в качестве ставки дисконтирования нужно использовать средневзвешенную стоимость капитала (WACC). Однако разумная ставка дисконтирования — это норма доходности, которую можно получить при инвестировании денег в какой-либо иной актив. Если вы планируете инвестировать в акции, то ставка дисконтирования должна быть равна ожидаемой норме доходности от пассивных инвестиций, таких как индексный фонд или биржевой фонд (ETF). Вот почему мы использовали 25%-ную ставку дисконтирования в расчетах для See’s Candy — это норма доходности, которую получал Баффетт от балансовой стоимости компании Berkshire Hathaway в то время. Он мог бы инвестировать эти \$25 млн в любые другие активы для достижения такой нормы доходности.

Если учитывать также и другие варианты, такие как облигации и недвижимость, то ставка дисконтирования должна быть равна доходности, которую можно ожидать от этих инвестиций, плюс премия за риск при инвестировании в акции. Например, если вы можете получить безрисковую прибыль 3% от сберегательного счета, то должны использовать ставку дисконтирования 9%, где дополнительные 6% — это премия за риск инвестирования в акции.

Таким образом, разумная ставка дисконтирования в значительной степени зависит от доходности альтернативных вариантов инвестирования. В нынешних условиях нулевой процентной ставки возможная доходность всего, начиная с облигаций и заканчивая недвижимостью, снизилась. Соответственно, ставка дисконтирования стала меньше. В результате стоимость акций выросла. Акции торгуются по высоким ценам относительно исторических уровней, но это, вероятно, оправдано текущей исторически низкой процентной ставкой.

Для примера, рассмотренного в предыдущем разделе, влияние ставки дисконтирования показано в таблице ниже. Этап роста и конечный этап делятся по 10 лет, а темп роста на этапе роста составляет 12%. Темп роста на конечном этапе — 4%.

Ставка дисконтирования, %	Стоимость на этапе роста	Стоимость на конечном этапе	Совокупная стоимость
18	7,59	3,16	10,75
16	8,29	4,05	12,34
14	9,08	5,23	14,31
12	10	6,8	16,8
10	11,06	8,91	19,97

Это и есть влияние процентной ставки на ставку дисконтирования. Баффетт называет это гравитацией процентной ставки. Чем меньше гравитация, тем выше летают все объекты.

Избыток денежных средств

Когда Баффетт купил See's Candy, цена, которую он заплатил, на самом деле составляла \$35 млн, а не \$25 млн. Однако у See's Candy имелся денежный остаток в размере \$10 млн, который она не использовала в своей деятельности. Баффетт вычел эти деньги из своих затрат. При оценке внутренней стоимости компаний избыточные денежные средства добавляются к дисконтированной прибыли. В то время у таких компаний, как Microsoft и Apple, было огромное количество денежных средств, которые им не были нужны для ведения деятельности. Эти денежные средства следует добавлять к совокупной будущей прибыли для более точной оценки.

В калькуляторе справедливой стоимости на сайте GuruFocus есть статья «Балансовая стоимость материальных активов». В эту статью можно добавить часть или весь избыток денежных средств, чтобы компенсировать его влияние при вычислении.

Прибыль и свободный денежный поток

Если посмотреть на уравнение внутренней стоимости:

$$\begin{aligned} \text{Внутренняя стоимость} = & E(0)x(1 - x^n)/(1 - x) + \\ & + E(0)x^ny(1 - y^m)/(1 - y), \end{aligned}$$

то видно, что кроме темпов роста и ставки дисконтирования внутренняя стоимость пропорциональна $E(0)$, т. е. прибыли за прошедший год. Я не делал разницы между прибылью и свободным денежным потоком. В формуле можно использовать оба значения. Просто замените $E(0)$ на прибыль на акцию или свободный денежный поток на акцию в зависимости от того, что предпочтительнее.

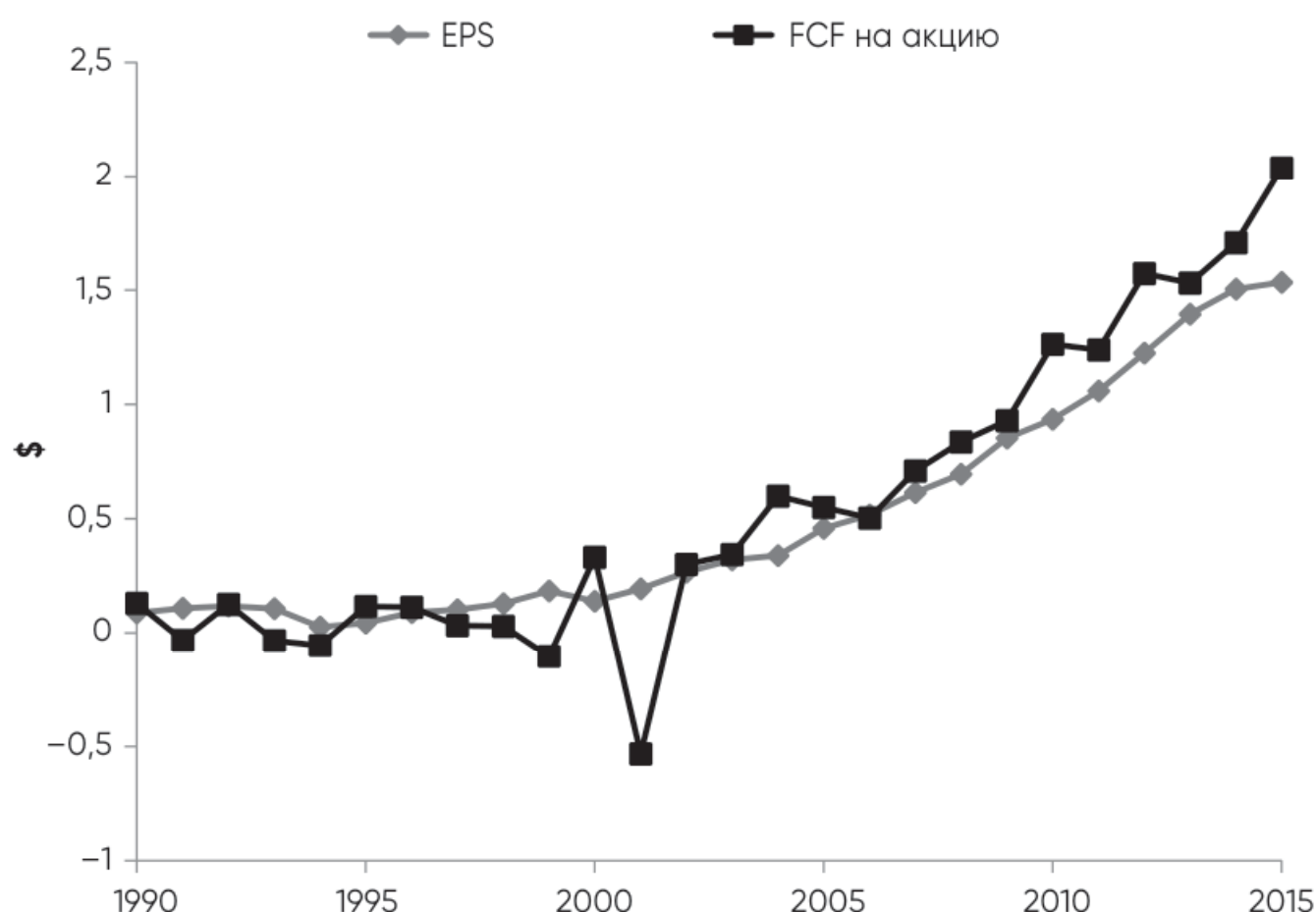


Рис. 5.1. Прибыль на акцию и свободный денежный поток компании Church & Dwight

В калькуляторе DCF на сайте GuruFocus мы используем прибыль вместо свободного денежного потока, поскольку наше исследование показало, что исторически рост курса акций больше коррелирует с прибылью, чем со свободным денежным потоком. Этот вывод был немного неожиданным, потому что свободный денежный поток — это реальные денежные средства, которые компания зарабатывает в результате своей деятельности. Однако на сумму свободных денежных средств в каждом году могут повлиять затраты компании на основные средства (имущество, здания и оборудование). При применении модели DCF для оценки стабильно работающей компании эффект от единоразовых капитальных расходов сглаживается в прибыли через оценку износа, истощения и амортизации (DDA).

Примером может служить компания Church & Dwight, которая производит соду для выпечки Arm & Hammer

и презервативы Trojan. Хотя прибыль компании на акцию неуклонно растет, ее свободный денежный поток делает все что угодно, но только не это. В некоторые годы свободный денежный поток компании был отрицательным, потому что в те годы она тратила больше денег на основные средства (см. рис. 5.1). Похожая ситуация наблюдалась и с компанией Wal-Mart, у которой также операционная деятельность и прибыль стабильны, а свободный денежный поток нет.

Принимая решение о том, какой параметр использовать для вычисления $E(0)$, следует помнить о влиянии единоразовых инвестиций в основные средства. Искажение прибыли в сторону повышения может происходить при продаже бизнеса или получении налоговой скидки, а в сторону понижения — при единоразовом списании товарно-материальных запасов или других активов. Колебания свободного денежного потока могут быть еще более случайными, поскольку на него сильно влияют решения руководства о расходовании средств в течение года. Нормализованная прибыль за несколько лет — это лучший выбор. По умолчанию на сайте GuruFocus мы используем прибыль за вычетом разовых статей за последние 12 месяцев.

Маржа безопасности

Маржа безопасности рассчитывается по следующей формуле:

$$MOS = (\text{внутренняя стоимость} - \text{цена}) / \text{внутренняя стоимость}.$$

Это разница между внутренней стоимостью и ценой, которую инвесторы готовы заплатить относительно внутренней стоимости.

Часто задаваемый вопрос: какую маржу безопасности можно считать достаточной для покупки акций? Ответ — никакую. Чем выше маржа, тем лучше.

Хотя у нас есть красивые формулы, которые, как нам кажется, позволяют вычислить внутреннюю стоимость с необходимой точностью, в реальности ее оценка будет настолько точна, насколько точны параметры, которые мы учитываем при определении ставки дисконтирования, темпов роста, периода работы компании и т. п. На эти параметры влияют такие факторы, как долгосрочные экономические характеристики компании, качество руководства, а также различные внешние факторы, в частности ставка налогообложения в будущем и уровень инфляции. Все это относится к будущему, что означает большой уровень неопределенности. Необходимая маржа безопасности зависит от уровня вашей уверенности в этих факторах.

Более того, внутренняя стоимость компании никогда не бывает фиксированной величиной. Она постоянно меняется по мере развития бизнеса. Сочетание хороших экономических показателей и сильного руководства может ускорить рост внутренней стоимости, в то время как компании с плохими экономическими показателями могут стремительно разрушать свою стоимость. Чтобы убедиться в этом, посмотрим, как Баффетт увеличил внутреннюю стоимость компании Berkshire Hathaway, в то время как коммерческая стоимость таких компаний, как Sears, JC Penney, BlackBerry, и многих других упала.

Я видел немало инвесторов, которые возлагали слишком большие надежды на расчеты по модели DCF. Иногда мы получаем вопросы от пользователей сайта GuruFocus, почему их расчет внутренней стоимости дает \$60,01 на акцию, а вычисление на DCF-калькуляторе сайта GuruFocus — \$59,99 на акцию. При таком количестве неопределенностей в вычислении внутренней стоимости любой результат является просто оценкой, а погрешность составляет намного больше \$2 на \$60. Смысл расчета заключается в том, чтобы дать инвесторам

общее представление о диапазоне, в котором находится внутренняя стоимость компании. Вспомните высказывание Джона Кейнса: «Лучше быть приблизительно правым, чем точно ошибаться».

Я также встречал инвесторов, которые полностью отрицали пользу модели DCF. В ее защиту скажу, что с помощью модели DCF можно получить вполне разумную оценку стоимости для компаний с относительно стабильными результатами деятельности. В этом можно убедиться на примере недавних решений о приобретении акций Уорреном Баффеттом. Berkshire Hathaway купила компанию BNSF Railway в 2010 г. по \$100 за акцию при внутренней стоимости \$91 на акцию, рассчитанной по модели DCF на сайте GuruFocus. В 2012 г. Berkshire приобрела компанию Lubrizol Corp. по \$135 за акцию при внутренней стоимости \$114 на акцию, рассчитанной по модели DCF. В 2012 г. Berkshire приобрела компанию Precision Castparts Corp. по \$250 за акцию при внутренней стоимости \$249 на акцию, рассчитанной по модели DCF.

Учитывая неопределенность, присущую модели DCF, более высокая маржа безопасности очевидно лучше. Акции, которые можно купить с большей скидкой к их внутренней стоимости, принесут более высокую доходность инвестору. Более высокий результат обусловлен исчезновением разницы между внутренней стоимостью и ценой. Также можно получить более высокую доходность при покупке по цене с более высокой скидкой, если удалось правильно оценить внутреннюю стоимость.

Разумеется, на рынке не часто продаются акции, которые мы хотим купить, по ценам, по которым мы хотим купить. Мы, как инвесторы, должны установить для себя пороговые значения, как делает Дональд Яктман со своими инвестициями. Этим пороговым значением может быть

минимальная разница между ценой, которую мы готовы заплатить, и стоимостью, которую мы получим. Это пороговое значение и есть маржа безопасности.

Обратный метод дисконтированных денежных потоков

Обратный метод дисконтированных денежных потоков, как следует из его названия, противоположен методу DCF. Вместо расчета внутренней стоимости компании при помощи дисконтирования денежных потоков мы пытаемся вычислить, насколько должна вырасти в будущем компания, чтобы покупка ее акций по текущей цене была оправданна.

По умолчанию исходными параметрами калькулятора обратного DCF на сайте GuruFocus являются:

- прибыль на акцию: EPS за последние 12 месяцев (мы снова используем прибыль вместо свободного денежного потока);
- количество лет на этапе роста и на конечном этапе: 10;
- темпы роста на конечном этапе: 4%;
- ставка дисконтирования: 12%.

Эти параметры аналогичны тем, что используются в калькуляторе DCF на сайте GuruFocus. Все параметры можно менять, и изменение любого из них приводит к пересчету итогового значения.

После вычисления ожидаемых темпов роста сравните их с темпами роста в прошлом и задайте себе вопрос, возможны ли такие темпы роста для этой компании. Если расчетные темпы роста выше темпов роста в прошлом, возможно, акции переоценены. Если расчетные темпы роста ниже темпов роста в прошлом, возможно, акции недооценены.

т. е. такой, при котором цена акции оправдывает ее прибыль и рост прибыли.

Расчет справедливого коэффициента P/E и внутренней стоимости на самом деле говорит об одном и том же. Если вы посмотрите на уравнение внутренней стоимости:

$$\begin{aligned} \text{Внутренняя стоимость} = & E(0)x(1 - x^n)/(1 - x) + \\ & + E(0)x^ny(1 - y^m)/(1 - y), \end{aligned}$$

то уравнение для справедливого коэффициента P/E должно выглядеть так:

$$\begin{aligned} \text{Справедливый P/E} = \text{внутренняя стоимость} / E(0) = \\ = x(1 - x^n)/(1 - x) + x^ny(1 - y^m)/(1 - y). \end{aligned}$$

Таким образом, справедливый коэффициент P/E зависит от роста компании в будущем и ставки дисконтирования, как и в случае внутренней стоимости. Как я уже говорил, если мы предположим, что ставка дисконтирования равна 15%, этап роста и конечный этап — 10 лет каждый, а темп роста — 4%, то справедливый коэффициент P/E, который мы получим, будет близок к темпу роста в процентах. Это эмпирическое правило Линча: справедливый коэффициент P/E для растущей компании приблизительно равен темпам роста ее прибыли⁵.

При уменьшении ставки дисконтирования справедливый коэффициент P/E растет. Именно в такой ситуации мы находимся сегодня. Процентная ставка упала до исторического минимума, что снизило ожидаемую доходность по всем активам и повысило их стоимость.

Рост стоимости

Как я уже говорил, внутренняя стоимость компании никогда не остается неизменной. Она меняется по мере эволюции компании. У компании, которая продолжает увеличивать

прибыльность, сохраняя при этом конкурентные преимущества, внутренняя стоимость растет.

Например, когда Баффетт купил See's Candy в 1972 г., ее внутренняя стоимость составляла \$55,1 млн, если суммировать всю дисконтированную прибыль компании за 27 лет с 1972 по 1999 г. после дисконтирования по ставке 25%. В 1999 г. положение компании See's было аналогично тому, которое она занимала в 1972 г. Вместо того чтобы «закруглять» свою деятельность, как предсказывала модель DCF, компания, как казалось, без проблем делала все то же самое, что и последние 27 лет, только теперь она производила гораздо больше кондитерских изделий по гораздо более высоким ценам. Следовательно, компания стоила гораздо больше. При аналогичной ставке дисконтирования 25% компания теперь стоила в 18 раз дороже по сравнению с 1972 г., поскольку она продавала в 18 раз больше кондитерских изделий в денежном выражении и, казалось, без проблем могла делать это еще 27 лет. С 1999 г. прошло 17 лет, и компания See's все так же продает свою продукцию, и ее бизнес стоит еще больше. Это и есть рост внутренней стоимости.

Если See's продавала все больше конфет, получая все больше прибыли и увеличивая стоимость своего бизнеса, то некоторые компании теряли свою стоимость и действительно прекращали деятельность. Помните компании RadioShack, Blockbuster или Circuit City?

До сих пор устойчив миф, что стоимостные инвесторы недооценивают рост. На финансовом рынке инвесторов относят к разным категориям: нацеленные на стоимость, рост, momentum и т. д. На самом деле стоимостные инвесторы любят рост. Это правда, мы не прочь купить долларовую банкноту за \$50 и будем только рады заплатить \$50 за доллар, который еще и растет. Такого рода рост характерен для хороших компаний, которые эта книга и призывает покупать.

Разумеется, мы не хотим переплачивать за этот рост и особенно за рост, возможность которого ничем не подтверждена. Пожалуй, в этом и заключается разница между стоимостными инвесторами и остальными. Стоимостные инвесторы предпочитают «покупать и держать» и расти вместе с компанией или «покупать дешево», когда акции компании недооценены, и «продавать дорого», если они становятся переоцененными; инвесторы в рост ищут «подающие надежды» компании, у которых есть потенциал стремительного наращивания прибыли, но не обязательно имеется история роста прибыли; инвесторы в моментум стремятся «купить дорого и продать еще дороже». Продать что-то за \$3, купив за \$2, — это не инвестирование. Это спекуляция.

Мы также не хотим платить за рост, который финансируется за счет все большего вливания капитала, при котором по мере роста теряется все больше денег. Как ни странно, но именно это происходит сегодня на рынке. Многие компании становятся «единорогами», которые теоретически должны встречаться очень редко, но сейчас это не так. Они оцениваются в десятки миллиардов долларов при том, что теряют все больше денег, стремясь «вырасти». Они тратят очень много, подкупая своих потребителей и надеясь, что карманы конкурентов не столь глубоки. Это гонка, которая приводит к краху, а не тот рост, за который мы намерены платить.

Это мне напомнило историю Джеймса Шлезингера, министра энергетики при президенте Джимми Картере⁶. У Шлезингера была степень доктора экономики Гарвардского университета, и одно время он преподавал этот предмет в Вирджинском университете. Двое из его студентов настолько увлеклись его идеями в отношении капитализма, что по окончании учебы начали заниматься бизнесом. Их бизнес заключался в том, что они закупали дрова в Вирджинии и везли их в округ Колумбия, где на дрова был большой

спрос. Бизнес стремительно развивался, они работали круглыми сутками и по выходным, чтобы удовлетворить спрос. И вдруг банк сообщил им, что их оборотный капитал исчерпан и он забирает у них грузовик. Как оказалось, они покупали вязанку дров за \$60 и продавали ее за \$55. Горе-бизнесмены пошли к профессору Шлезингеру и спросили, где они ошиблись. Доктор Шлезингер не спеша раскурил свою трубку, сделал глубокую затяжку и ответил: «Нужно было покупать грузовик побольше».

Другую версию этой истории рассказывал Говард Маркс в одной из своих последних заметок⁷. В ней речь шла о том, что, если компания продает продукцию ниже себестоимости, то чем больше она растет, тем больше денег теряет. Это не то поле, на котором мы хотели бы играть.

«Все разумные инвестиции — это инвестиции в стоимость», как сказал Чарльз Мангер⁸.

Почему хорошую компанию продают по низкой цене?

Если дела компании идут хорошо, разве фондовый рынок не отреагирует на это, повысив цену акций? Это серьезный вопрос. Хорошие компании редко продаются дешево, поскольку большую часть времени рынок действительно признает их стоимость, особенно в мирные времена. На рынке много игроков: покупатели, продавцы, игроки на понижение, долгосрочные инвесторы, дневные трейдеры, биржевые брокеры, средства массовой информации и манипуляторы. У всех одна цель — заработать деньги. Однако они идут к ней разными путями. Вот почему цена акций может колебаться более чем на 50% в относительно короткий промежуток времени, хотя стоимость компании остается практически неизменной. Это дает шанс тем, кто готов.

Кроме того, случаются еще не самые спокойные времена, когда у долгосрочных инвесторов возникают дополнительные возможности. Эти периоды турбулентности можно разделить на три типа. Первый тип — массовая паника на рынке. Обычно она возникает, когда экономика находится в состоянии рецессии, а рынок падает. Инвесторы видят, как их акции стремительно обесцениваются, и думают, что рынок будет падать всегда. Поэтому они сдают и продают все независимо от качества. В это время даже лучшие компании торгуются по дешевке. Такая ситуация случалась дважды за последние 16 лет, во время рецессий 2001 и 2008 гг. Каждый спад длился совсем недолго, и у инвесторов было много возможностей купить акции хороших компаний. Это лучшее время для того, чтобы купить отличные компании по хорошей цене.

Второй тип — отраслевой спад в период, когда в целом рынок чувствует себя довольно хорошо. Некоторые отрасли впадают в немилость, и акции компаний таких отраслей торгуются по более низким ценам, чем акции на рынке в целом, и ниже их исторического среднего уровня. Это хорошая возможность купить акции компаний такой отрасли. Подобная ситуация сложилась во время рыночного пузыря в конце 1990-х гг., когда акции многих компаний традиционных отраслей торговались существенно ниже среднерыночного уровня. Затем, после того как в начале 2000-х гг. технологический пузырь лопнул, цены на акции таких компаний стремительно пошли вверх. В прошлом году, например, цены акций энергетических компаний упали и торговались гораздо ниже средней стоимости за прошлое десятилетие.

Третий тип — ситуация, когда в целом на рынке все спокойно и в интересующих вас отраслях шансы возникают не так часто. Это самое тяжелое время для инвестиций, однако шансы все-таки появляются время от времени благодаря действиям рыночных манипуляторов или влиятельных

инвестиционных компаний. Помните акции компании Fairfax Financial? Из-за атаки игроков на понижение они потеряли 50% своей стоимости, хотя в целом рынок находился на подъеме. Акции компании EBIX, поставщика программного обеспечения для страховой отрасли, потеряли свыше 60% менее чем за год, когда в 2012 г. игроки на понижение стали публиковать статьи на популярных финансовых веб-сайтах с целью атаки на компанию. Акции такой стабильной компании, как Church & Dwight, упали на 5%, когда компания Goldman Sachs понизила их рейтинг в январе 2016 г.

Кроме того, паника на рынке случается и по другим причинам. Лорен Темплтон, праправнучка сэра Джона Темплтона, несколько лет назад составила список таких кризисов⁹:

- нападение на Пёрл-Харбор (1941);
- корейская война (1950);
- сердечный приступ у президента Эйзенхауэра (1955);
- тяжелый понедельник (1962);
- Карибский кризис (1962);
- убийство президента Кеннеди (1963);
- черный понедельник (1987);
- провал выкупа компании United Airlines с использованием заемных средств (1989);
- война в Персидском заливе (1990);
- валютный кризис в Мексике (1994);
- азиатский финансовый кризис (1997–1998);
- террористический акт 11 сентября (2001);
- финансовый кризис 2008–2009 гг.;
- европейский долговой кризис (2010–2015).

Я могу добавить недавние события, такие как:

- кризис предельного уровня госдолга США (2011);
- вспышка Эболы (2014);
- референдум по Брекзиту (2016).

К счастью, во время последней вспышки Эболы в 2014 г. заразились всего 11 граждан США, причем девять из них за пределами страны. Но рынок все равно запаниковал и быстро потерял 10%.

Можно ли быть готовым к таким событиям? «Подготовка, подготовка и еще раз подготовка», как сказала Лорен Темплтон.

И как сказал Чарльз Мангер: «Шансы открываются для подготовленного ума, таковы правила игры. Шансы появляются не часто, не упустите их». Действуйте быстро, когда приходит время.

Разумеется, непросто покупать акции, когда все продают или когда влиятельная брокерская фирма играет на понижение. Однако это именно те моменты, которые позволяют вам получить гораздо большую доходность по сравнению с другими. Понимайте характер бизнеса, который вы хотите купить, и знайте цену, которую готовы заплатить. Будьте достаточно уверены в своих исследованиях и имейте решимость, чтобы действовать, когда подвернется шанс. Независимость мышления — это основа успеха инвестора, которая появляется в результате приобретения знаний и тяжелого труда.

Если вы недостаточно уверены в себе, держитесь подальше от акций. Если вы провели серьезное исследование, составили список желаемых акций и знаете, по какой цене их стоит покупать, шансы представятся.

Разве не лучше покупать акции хороших компаний по низким ценам?

Чудесно, если есть возможность купить акции хороших компаний по низким ценам. Однако чаще всего это невозможно. В начале своей карьеры в Berkshire Hathaway Баффетт стремился покупать «прекрасные компании по очень

привлекательным ценам». По мере роста Berkshire Hathaway у него становилось все больше денег для инвестиций, и он постепенно перешел к принципу покупки «отличных компаний по привлекательным ценам». Позднее он пришел к принципу покупки «отличных компаний по справедливым ценам». Два фактора изменили взгляды Баффетта. Первый — его портфель стал таким большим, что инвестиционная вселенная сузилась только до крупных компаний¹⁰. Второй — условия на рынке. На дорогом рынке просто невозможно найти хорошие компании по привлекательным ценам.

У большинства из нас нет проблемы слишком большого количества денег, как у Баффетта. Нам просто нужно проявлять терпение и ждать своего шанса. Какую цену акций можно назвать справедливой? Справедливой следует считать цену, при которой все еще можно получить долгосрочную доходность выше среднерыночной. При справедливой цене вы не получите дополнительной доходности в результате устранения разрыва между рыночной ценой и внутренней стоимостью. Ваша доходность будет определяться исключительно ростом внутренней стоимости компании. Стоимость хорошей компании способна расти более высокими темпами по сравнению со среднерыночными, и акционеры такой компании получают дополнительную доходность.

Покупка хорошей компании по справедливой цене все еще намного выгоднее, чем покупка посредственных компаний по хорошим ценам. Однако не стоит переплачивать даже за хорошую компанию. Помните примеры компаний Wal-Mart и Coca-Cola? Если цена слишком высока, то сближение рыночной цены с внутренней стоимостью играет против вас, даже если стоимость компании растет быстрее среднего по рынку.

Резюме

В этой главе я привел несколько формул, чтобы продемонстрировать, как работают модель DCF и справедливый коэффициент P/E. Это делает оценку стоимости акций похожей на точную науку. Но это не так. Сама по себе формула простая, и калькулятором можно пользоваться онлайн. Главное — определить, какие параметры использовать, что требует полного понимания бизнеса компании. Без тщательного подбора параметров использование расчета DCF бессмысленно.

Более того, есть много других способов оценки компании. Расчет DCF — это всего лишь один из способов, который применим к очень небольшому набору компаний с предсказуемой выручкой и прибылью. Смысл расчета DCF или любых других расчетов заключается в том, чтобы дать вам приблизительную идею о хорошей цене акций. Всегда оставляйте маржу безопасности.

Временами найти подходящие для покупки акции просто не удастся. В таких случаях будьте наготове и ждите появления возможностей на рынке. Не забывайте: прежде чем браться за расчеты, инвестор должен проанализировать бизнес компании и ответить на один вопрос: компания, которую я хочу купить, хорошая?

Покупайте только хорошие компании и только по разумным ценам.

Глава 6

Покупка хороших компаний: чек-лист

Если путь прекрасен, не стоит задаваться вопросом, куда он нас ведет.

АНАТОЛЬ ФРАНС

В трех главах я анализировал хорошие компании и справедливые цены. В целом идея простая, но есть нюансы. Мне хотелось бы кратко изложить идею и процесс в простом чек-листе.

Каждому инвестору необходимо разработать свой собственный чек-лист по инвестированию, неважно, каким именно образом он предпочитает инвестировать. Как подробно описано в бестселлере Атула Гаванде «Чек-лист: Система предотвращения ошибок»^{*1}, чек-листы широко используются в здравоохранении и авиационной отрасли, потому что они упрощают сложные процедуры и помогают докторам и пилотам сохранять спокойствие и действовать дисциплинированно.

* Гаванде А. Чек-лист: Система предотвращения ошибок. — М.: Альпина Паблишер, 2019.

Когда самолет авиакомпании US Airways, следовавший рейсом 1549 из аэропорта Ла-Гуардия в Шарлотту, встретил на своем пути большую стаю птиц и оба его двигателя отказали, первое, что сделали пилот «Салли» Салленбергер и его экипаж, — это достали чек-листы, как вспоминает Салленбергер в своей книге «Чудо на Гудзоне»². Люди есть люди, и они неизбежно совершают ошибки. Использование чек-листов позволяет выявить ошибки, соблюдать дисциплину, следовать процессу и избежать возможных потерь.

Управляющий хедж-фондом Мохниш Пабрай сравнивает покупку акций с взлетом самолета. У многих успешных инвесторов есть собственные чек-листы, которыми они руководствуются на протяжении инвестиционного процесса. Например, Вальтер Шлосс, знаменитый ученик Бенджамина Грэма, в течение четырех с половиной десятилетий получал среднюю совокупную доходность 15,3% против 10% у индекса S&P 500, следуя своим собственным 16 правилам инвестирования, которые включают в себя оценку, дисциплину, уверенность и использование заемных средств³. Филип Фишер, отец инвестирования в рост, всегда задавал себе 15 вопросов по поводу компании, которую хотел купить. Он подробно описал эти вопросы в своей книге «Обыкновенные акции и необыкновенные доходы»*. Его вопросы касаются таких аспектов, как рыночный потенциал, руководство, эффективность исследований и разработок, норма прибыли, трудовые отношения и выкуп акций⁴. У Питера Линча также есть большой список вопросов, которые он задает по каждой компании, причем вопросы могут меняться в зависимости от ситуации, в которой находится компания⁵.

* Фишер Ф. Обыкновенные акции и необыкновенные доходы. — М.: Альпина Паблишер, 2002.

Чек-лист для покупки хороших компаний по разумным ценам

Ниже я свел воедино все вопросы, которые необходимо задать при принятии решения о покупке хорошей компании по справедливой цене и которые подробно обсуждались в предыдущих главах.

1. Понимаю ли я бизнес компании?
2. Есть ли экономический ров, который защищает компанию и позволит ей продавать тот же или аналогичный товар и через пять, и через 10 лет?
3. Быстро ли меняется отрасль, в которой работает компания?
4. Диверсифицирована ли клиентская база компании?
5. Является ли бизнес компании фондоемким?
6. Является ли бизнес компании циклическим?
7. Есть ли у компании возможности для дальнейшего роста?
8. Была ли компания стабильно прибыльной на протяжении последних 10 лет и в плохие, и в хорошие времена?
9. Имеет ли компания стабильную операционную прибыль, достигающую двузначных чисел?
10. Норма прибыли компании выше, чем у конкурентов?
11. Была ли рентабельность инвестированного капитала компании равной или выше 15% в последние 10 лет?
12. Демонстрировала ли компания стабильный двузначный рост выручки и прибыли?
13. У компании хороший баланс?
14. Владеют ли руководители компании приличным пакетом акций компании?

15. Каков размер вознаграждения руководству компании по сравнению с другими компаниями аналогичного размера?
16. Покупают ли инсайдеры акции компании?
17. Разумна ли цена акций с точки зрения внутренней стоимости или коэффициента Р/Е?
18. Как текущая стоимость акций соотносится с диапазоном исторических данных?
19. Как вела себя цена акций во время предыдущих рецессий?
20. Насколько я уверен в своем анализе?

В первых 19 пунктах мы фокусируемся на характере бизнеса (вопросы 1–7), результатах деятельности (вопросы 8–12), финансовой устойчивости (вопрос 13), руководстве (вопросы 14–16) и оценке акций (вопросы 17–19).

Последний вопрос позволяет оценить то, как вы относитесь к своему анализу. Хотя это не связано с компанией напрямую, ваш собственный анализ — это крайне важно. Он определяет то, как вы будете действовать, если цена на акции внезапно упадет на 50% после покупки. Реакция на такое падение может быть прямо противоположной в зависимости от уровня вашей уверенности. Если вы уверены в своем анализе, то 50%-ное падение цены — это прекрасная возможность докупить акции за половину стоимости. Если вы не уверены, то, скорее всего, испугаетесь и продадите все с убытком 50%.

Поверьте мне, это случается, и причем именно после покупки. Поэтому будьте готовы!

Предупреждающие сигналы

Когда вы покупаете дом, то хотите удостовериться не только в том, что он соответствует вашим требованиям относительно местоположения, площади, количества спален, ванных комнат и т. д.; вам также важно знать, что у него нет скрытых проблем с фундаментом, электропроводкой, кондиционером или сантехникой, — именно поэтому вы проводите осмотр дома. Следовательно, в дополнение к чек-листу с требованиями, которым должны отвечать акции, нужно убедиться, что у них нет нежелательных качеств. На сайте GuruFocus есть функция «Предупреждающие сигналы», благодаря которой можно провести тщательный анализ финансового состояния и эффективности работы компаний. Цель предупреждающих сигналов — с помощью красных флажков обратить внимание инвестора на те области деятельности компании, к которым нужно присмотреться повнимательнее. Они не означают, что нужно отказаться от покупки акций, но о них следует знать и принимать решение с учетом этой информации.

Предупреждающие сигналы касаются следующих аспектов:

- *Финансовая устойчивость*

Рейтинг финансовой устойчивости компании присваивается исходя из долговой нагрузки, которая характеризуется коэффициентом покрытия процентов, отношением долга к выручке и моделью Альтмана (Altman Z-Score) и имеет значения от одного до 10. При высокой финансовой устойчивости рейтинг компании будет от восьми баллов и выше. Более подробно о модели Альтмана будет рассказано ниже.

Распределение финансовой устойчивости американских компаний показано на рис. 6.1. Неудивительно, что

большинство компаний имеет среднюю финансовую устойчивость. Компании с рейтингом финансовой устойчивости семь и выше считаются высокоустойчивыми.

Если рейтинг финансовой устойчивости компании четыре и ниже, инвесторам следует учитывать связанный с этим риск банкротства. В данном случае срабатывает предупреждающий сигнал.

- *Рейтинг прибыльности*

Рейтинг прибыльности компании присваивается исходя из нормы операционной прибыли, модели Пиотроски (Piotroski F-Score), динамики нормы операционной прибыли и стабильности прибыли. Более подробно о модели Пиотроски будет рассказано ниже.

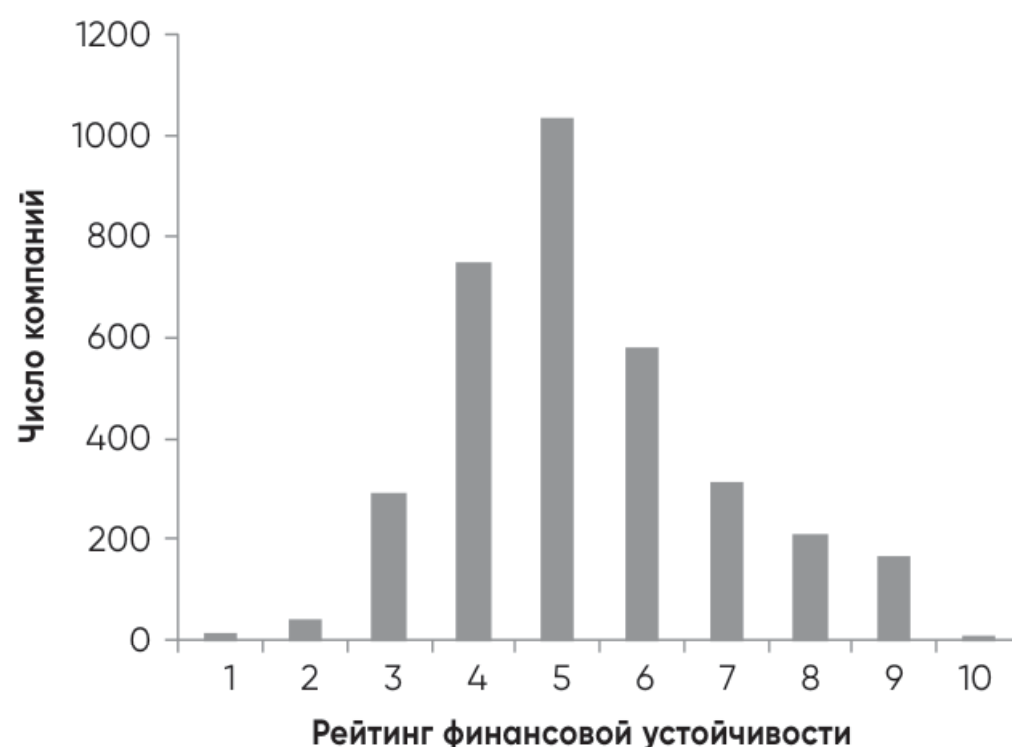


Рис. 6.1. Распределение финансовой устойчивости

Распределение прибыльности американских компаний показано на рис. 6.2. Компания с рейтингом прибыльности четыре и ниже получает предупреждение по прибыльности.

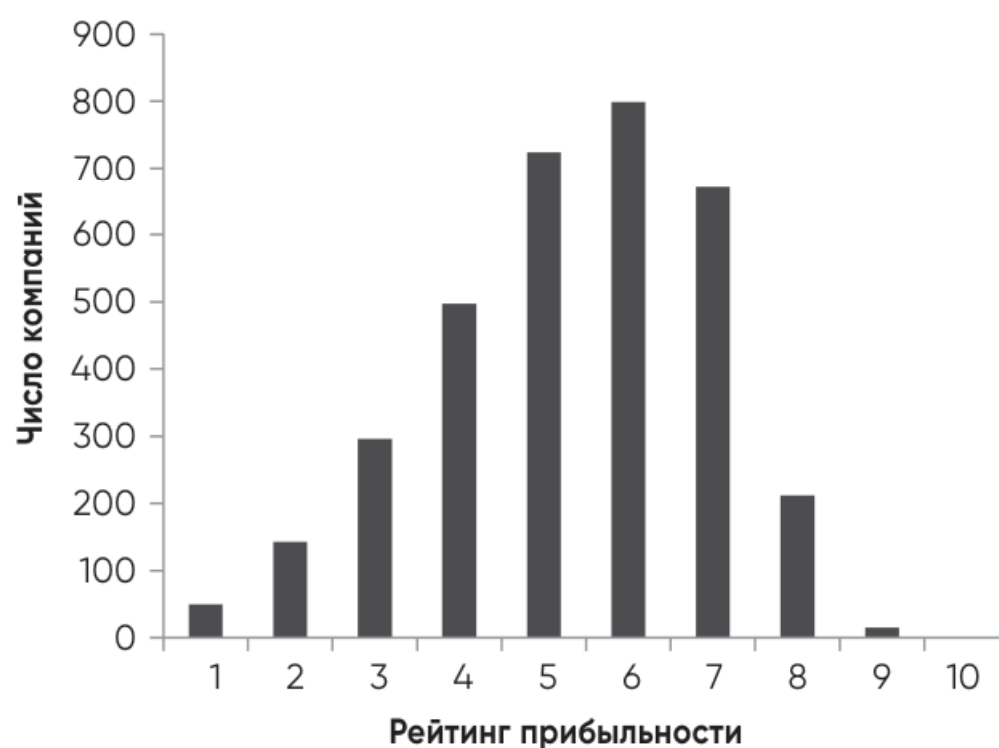


Рис. 6.2. Распределение прибыльности

- *Темпы роста выручки и прибыли за 10 лет, пять лет, три года и один год*

Позволяет понять, не снижалась ли выручка или прибыль компании в каком-либо периоде. Если да, то появляется предупреждающий сигнал.

- *Операционный убыток*

Позволяет узнать, был ли у компании операционный убыток в последние 10 лет. Если да, то появляется предупреждающий сигнал.

- *Рост валовой прибыли, рост операционной прибыли*

Позволяет узнать, не снижается ли валовая и/или операционная прибыль. При снижении хотя бы одного показателя появляется предупреждающий сигнал.

- *Опережение роста активов по сравнению с выручкой*

Если рост активов компании опережает рост ее выручки, это означает, что компания теряет эффективность, особенно

если рост активов происходит за счет заимствований. В мае 2008 г. Джеймс Монтье, управляющий фондом в компании GMO, не мог найти хороших вариантов для инвестирования. Он написал статью об игре на понижение под названием «Вопросы разума. Переходите на темную сторону: Пираты, шпионы и игроки на понижение». В этой статье он описал три признака компании, которая является идеальным кандидатом для короткой продажи⁶:

1. Акции продаются с высоким коэффициентом P/S.
2. Компания имеет низкую оценку по модели Пиотроски.
3. Темпы роста компании выражаются двузначными цифрами.

Он обнаружил, что компании, обладающие любым из этих признаков, показывают результаты ниже рынка, что является предупреждающим сигналом.

- *Период погашения дебиторской задолженности*

Средний срок погашения дебиторской задолженности в днях позволяет понять, насколько быстро компания получает оплату после поставки своего товара. Этот финансовый коэффициент показывает, насколько хорошо компания управляет дебиторской задолженностью. Мы сравниваем среднюю продолжительность погашения в днях в последние 12 месяцев со средним значением за последние пять лет. Если период удлиняется, то появляется предупреждающий сигнал. Увеличение срока погашения дебиторской задолженности означает, что компании требуется больше времени для получения оплаты после продажи или что она продает свои товары в кредит.

- *Срок оборачиваемости запасов*

Это показатель скорости реализации запасов компании. Если срок удлиняется, это означает, что у компании

есть трудности с продажами. Мы сравниваем среднюю оборачиваемость запасов в днях в последние 12 месяцев со средним значением за последние пять лет. Если срок удлиняется, то появляется предупреждающий сигнал.

Обычно компании розничной торговли увеличивают запасы перед праздниками, поскольку продают в этот период больше, чем в другое время. Таким образом, этот параметр нужно сравнивать с аналогичным периодом прошлого года.

- *Прибыль владельца отличается от объявленной прибыли*

Прибыль владельца — это концепция, которую Уоррен Баффетт ввел в своем письме акционерам 1986 г.⁷ Показывает, какую фактическую прибыль от текущей деятельности получили ее владельцы. Этот оценочный показатель вычисляется на основе финансовой отчетности компании. При наличии разницы между прибылью владельца и объявленной прибылью в течение длительного периода появляется предупреждающий сигнал.

- *Расхождение между чистой прибылью и свободным денежным потоком*

Аналогично прибыли владельца свободный денежный поток позволяет судить о чистых денежных средствах, заработанных компанией. При наличии разницы между двумя этими показателями в течение длительного периода появляется предупреждающий сигнал.

Во время стремительного роста компании ее прибыль, как правило, реинвестируется, что приводит к уменьшению свободного денежного потока. Это не обязательно означает, что у компании есть проблемы.

- *Затраты на привлечение капитала выше, чем рентабельность инвестированного капитала*

Я много раз ссылался на рентабельность инвестированного капитала. Компания приносит реальную доходность только в том случае, если рентабельность инвестированного капитала выше затрат на его привлечение. В данном чек-листе предупреждающий сигнал появляется, если затраты на привлечение капитала выше его рентабельности.

- *Выпуск долговых обязательств*

Если компания продолжает выпускать новые долговые обязательства, высока вероятность того, что она не может зарабатывать достаточно денежных средств для финансирования своей деятельности. Это определенно предупреждающий сигнал. При увеличении долга компания может зарабатывать больше, но долговая нагрузка растет, а финансовые показатели слабеют.

- *Выпуск новых акций*

Если компания продолжает выпускать новые акции, высока вероятность того, что она не может заработать достаточно денежных средств для финансирования своей деятельности и не может заимствовать. Это также предупреждающий сигнал. При увеличении количества акций доля акционера размывается.

Если цена акций высокая, новый выпуск выгоден существующим акционерам. В данном предупреждающем сигнале цена, по которой выпускаются новые акции, не учитывается.

- *Модель Альтмана*

Эта модель была разработана профессором финансов Нью-Йоркского университета Эдвардом Альтманом в 1967 г.⁸ Исследование показало, что оценка по его модели позволяет точно прогнозировать риск банкротства в течение ближайших двух

лет. Таким образом, эта модель позволяет судить о финансовом благополучии компании, и мы используем ее для оценки финансовой устойчивости. Она рассчитывается на основе оборотного капитала компании, нераспределенной прибыли, рыночной капитализации и т.д. Подробный пример расчета и пояснения можно найти по ссылке: <http://www.gurufocus.com/term/zscore/WMT/Altman-Z-Score/Wal-Mart-Stores-Inc>. Если оценка по модели Альтмана слишком низкая, появляется предупреждающий сигнал.

- *Модель Пиотроски*

Эта модель была разработана профессором Чикагского университета Джозефом Пиотроски в 2000 г.⁹ В ней используется девять индикаторов для оценки рентабельности компании, исходя из изменения ее прибыли, уровня заимствований, эффективности, качества прибыли и т.д. Каждой компании присваиваются баллы от нуля до девяти. Чем выше балл, тем лучше. Если балл слишком низкий, появляется предупреждающий сигнал. Пример детального расчета по модели Пиотроски можно найти по ссылке: <http://www.gurufocus.com/term/fscore/WMT/Piotroski-F-Score/Wal-Mart-Stores-Inc>.

- *Модель Бениша*

Модель Бениша позволяет оценить качество объявленной прибыли и понять, не занимается ли компания манипуляциями. Она была разработана профессором Университета штата Индиана Мессодом Бенишем в 1999 г.¹⁰ и устанавливает взаимосвязь между дебиторской задолженностью, выручкой, валовой прибылью, краткосрочными активами, износом, краткосрочными обязательствами и другими факторами с целью определения качества прибыли. Высокий балл говорит о вероятности того, что компания манипулирует прибылью.

Пример детального расчета по модели Бениша можно найти по ссылке: <http://www.gurufocus.com/term/mscore/WMT/Beneish-M-Score/Wal-Mart-Stores-Inc>.

- *Коэффициент Слоана*

Этот показатель разработан Ричардом Слоаном, ученым из Мичиганского университета, в 1996 г.¹¹ Он обнаружил, что если в прибыли компании велика доля неденежной составляющей, то результативность акций будет ниже среднерыночной. Коэффициент Слоана рассчитывается как отношение неденежной прибыли к активам. Таким образом, коэффициент Слоана можно использовать для оценки качества прибыли. При высоком значении коэффициента Слоана появляется предупреждающий сигнал.

С примером детального расчета коэффициента Слоана можно познакомиться по ссылке: <http://www.gurufocus.com/term/sloanratio/WMT/Sloan-Ratio/Wal-Mart-Stores-Inc>.

- *Коэффициент покрытия процентов*

Я уже довольно много писал о коэффициенте покрытия процентов. Он рассчитывается как отношение операционной прибыли компании к процентному платежу по ее долгу. Чем выше коэффициент, тем ниже долговая нагрузка компании. Таким образом, он также позволяет оценить финансовое благополучие компании. Если коэффициент низкий, появляется предупреждающий сигнал.

- *Коэффициент выплаты дивидендов*

Коэффициент выплаты дивидендов рассчитывается как отношение годового дивиденда на акцию к годовой прибыли на акцию. Дивиденд — это часть прибыли, которая распределяется среди акционеров. Дивиденды выплачиваются из прибыли и должны иметь прочное основание в виде прибыли.

Если компания постоянно тратит большую часть прибыли (например, 80%) на выплату дивидендов, это не придает ей устойчивости.

- *Процент акций компании в обращении, проданных в короткую*

Предупреждающий сигнал появляется, если большая часть акций компании находится в короткой позиции. В главе 4 я приводил пример атаки игроков на понижение на компанию Fairfax Financial, когда акциями манипулировали. Однако в большинстве случаев игроки на понижение правы. Компании действительно лгут, а игроки на понижение действуют обоснованно. Исследование, проведенное бывшим научным сотрудником Чикагского университета Оуэном Ламоном в 2003 г., показало, что через три года после атак инвесторов, играющих на понижение, в период с 1977 по 2002 г. в среднем акции компаний, подвергшихся атаке, показывали результаты на 42% ниже среднерыночных даже в том случае, когда компании заявляли о невиновности или же утверждали, что игроки на понижение лгут¹². Как правило, игроки на понижение правы — зачастую это компании лгут и вступают в сговор, чтобы обмануть инвесторов, а не наоборот. Игроки на понижение могут знать что-то, о чем другие не знают.

Разумеется, они не всегда правы. В примерах атаки игроков на понижение на Fairfax Financial в середине 2000-х гг. и громкой атаки на EBIX и Herbalife в середине 2010-х гг. государственные следователи установили, что компании не совершали ничего предосудительного. Суммы урегулирования оказались намного меньше, чем анонсировали игроки на понижение. Как бы то ни было, важно понимать мотивы атакующих игроков на понижение.

Многие из них атакуют компании с целью манипулирования ценами акций компании для получения краткосрочной

выгоды. В любом случае предупреждающий сигнал появляется, если этот коэффициент высокий.

- *Дивидендный доход по сравнению с историческими показателями*

Здесь мы сравниваем текущий дивидендный доход с историческими показателями за 10 лет, пять лет, три года и один год. Если текущий дивидендный доход близок к историческому минимуму, появляется предупреждающий сигнал. Как правило, более низкий дивидендный доход связан с более высокой ценой.

- *Цена акций по сравнению с историческими показателями*

Здесь мы сравниваем текущую цену акций с историческими показателями за 10 лет, пять лет, три года и один год. Если текущая цена на акции близка к историческому минимуму, появляется предупреждающий сигнал.

- *Коэффициенты P/E , P/B , P/S по сравнению с историческими показателями*

Здесь мы сравниваем текущие коэффициенты, такие как отношение цены к прибыли (P/E), цены к балансовой стоимости (P/B) и цены к объему продаж (P/S), с историческими показателями за 10 лет, пять лет, три года и один год. Как правило, у инвесторов не возникает желания покупать акции, если они очень дороги по сравнению со своими историческими показателями. Если любой из коэффициентов близок к историческому минимуму, появляется предупреждающий сигнал.

- *Более высокий форвардный коэффициент P/E*

Форвардный коэффициент P/E рассчитывается как отношение текущей цены акции к прогнозной прибыли

следующего года. Если форвардный коэффициент P/E выше текущего, это означает, что аналитики Уолл-стрит ожидают падения прибыли в будущем. Это предупреждающий сигнал. Однако оценки аналитиков могут быть очень неточными.

- *История выкупа собственных акций*

Если компания выкупает собственные акции, обычно это рассматривается как положительный сигнал. Этот показатель анализирует историю выкупа компанией собственных акций. Если компания не может похвастать хорошей историей выкупа собственных акций, появляется предупреждающий сигнал. Это означает, что компания не очень хорошо выбирает момент выкупа акций.

- *Инсайдеры продают акции, и никто из них не покупает*

Если руководители и директора компании активно продают акции своей компании и никто из них ничего не покупает, появляется предупреждающий сигнал.

- *Ставка налогообложения*

В принципе, если компания платит налоги по более низкой ставке, это хорошо для акционеров. Однако, если компания заявляет о высокой прибыли, но платит налоги по низкой ставке, инвесторам следует выяснить почему. Это связано со льготным режимом налогообложения, плохим качеством прибыли или другими причинами? Предупреждающий сигнал появляется, если ставка налогообложения компании слишком низкая.



Благодаря этим вопросам можно тщательно проанализировать состояние дел компании, как на ежегодном осмотре в кабинете врача. Не бывает так, чтобы не появился ни один

из предупреждающих сигналов. Такие сигналы не означают, что акции не стоит покупать, однако важно учитывать их при принятии решения о покупке.

Вопросы касаются финансовых данных компании. Однако данная проверка не может заменить анализ бизнеса компании и изучение ее продукции, потребителей, поставщиков, конкурентов и сотрудников. Предупреждающие сигналы лишь напоминают вам о том, где вы находитесь. Они не заменяют понимание ситуации. Тот, кто обращает внимание только на цифры и сигналы и игнорирует бизнес, становится похожим на консультанта по бизнесу из анекдота:

Человек, летящий на воздушном шаре, внезапно понимает, что сбился с курса. Он снижается и замечает мужчину внизу. Он спускается еще ниже и кричит: «Извините, вы не подскажете, где я?»

— Да, вы на воздушном шаре, парящем в 10 метрах над этим полем, — раздается ответ снизу.

— Вы, должно быть, бизнес-консультант, — говорит воздухоплаватель.

— Да, — удивляется мужчина. — Как вы узнали?

— Ну, — говорит воздухоплаватель, — технически все, что вы мне сказали, абсолютно верно, но совершенно бесполезно.

— А вы, наверное, менеджер, — говорит мужчина внизу.

— Да, — отвечает воздухоплаватель. — Откуда вы знаете?

— Ну, — говорит мужчина внизу, — вы не знаете, где вы и куда направляетесь, но ожидаете, что я смогу вам помочь. Сейчас вы находитесь ровно в той же ситуации, в какой были до того, как мы встретились, но теперь это моя вина.

Если у вас будет хорошее понимание бизнеса компании, эти цифры и сигналы помогут вам понять, где вы находитесь

и куда, вероятно, движетесь. Понимание бизнеса — это качественный анализ, а цифры — количественный, и они оба нужны, чтобы быть уверенным в своих выводах.

Положительные сигналы

Кроме предупреждающих сигналов есть еще и положительные сигналы, которые свидетельствуют об улучшениях в работе компании или росте уверенности руководства в ситуации. Эти сигналы взаимосвязаны с хорошими финансовыми показателями, высокой рентабельностью компании, а также с ростом доходов и прибыли.

- *Рост нормы прибыли*

Стабильный долгосрочный рост нормы прибыли — это надежный показатель того, что дела компании идут хорошо. По мере того как продажи компании растут, она становится лучше в том, что она делает, и более продуктивной; кроме того, затраты на привлечение клиентов могут расти уже не так быстро, что приводит к более быстрому росту прибыли относительно объема продаж, что отражается в росте нормы прибыли.

Стабильный долгосрочный рост нормы прибыли может быть очень высоким. Например, компания AutoZone, розничный продавец автозапчастей, смогла увеличить норму валовой прибыли с 48,9% в 2005 г. до более чем 52% в 2015 г. Этот рост был достигнут в основном за счет снижения затрат на приобретение продукции и сокращения недостатков и потерь. Хотя 3% не кажутся такими уж грандиозными, большинство улучшений привело к росту нормы операционной прибыли, которая увеличилась с 17,08% в 2005 г. до 19,17% в 2015 г. Казалось бы, незначительный рост нормы валовой прибыли на 6,3% приводит к увеличению нормы операционной

прибыли на 12%. Таким образом, в последние 10 лет прибыль компании AutoZone росла быстрее, чем продажи. Рентабельность инвестированного капитала выросла с 30% в 2005 г. до 46% в 2015 г. За этот период цена на ее акции выросла более чем на 700%.

У любой компании, даже если она находится на том же уровне производства, операционные затраты постепенно увеличиваются из-за обусловленного инфляцией роста затрат на заработную плату, аренду и техническое обслуживание. Чтобы обеспечить стабильность в долгосрочной перспективе, рост продаж компании должен быть как минимум выше роста инфляции.

Два фактора приводят к росту нормы прибыли. Для примера я возьму сеть розничной торговли. У сети магазинов, которая растет благодаря открытию новых точек продаж, затраты на управление запасами, маркетинг и администрирование не увеличиваются столь же быстро, как количество магазинов. По мере открытия новых магазинов норма прибыли увеличивается. Этот рост нормы обусловлен ростом сети. Если сеть магазинов больше не открывает новые магазины, она все еще может зарабатывать больше денег, продавая больше товаров в каждом магазине. Этот рост нормы прибыли обусловлен ростом производительности.

Обе эти составляющие роста прибыли могут существовать одновременно. Компания должна контролировать затраты по мере своего роста. Рост прибыли на основе повышения производительности является показателем конкурентоспособности и ценового преимущества.

- *Выкуп акций*

Вместо того чтобы выпускать новые акции, что приводит к размыванию акционерной стоимости, компания выкупает свои акции. Обычно выкуп акций рассматривается как

возвращение стоимости акционерам. Это может приводить к росту цены акций, поскольку теперь прибыль компании распределяется среди меньшего числа акций.

Однако не все выкупы акций равнозначны, как отметил Баффетт. Выкуп акций имеет ценность для акционеров только в том случае, если компания выкупает их по цене ниже внутренней стоимости. Если компания выкупает акции по цене выше их внутренней стоимости, она разрушает стоимость для оставшихся акционеров в долгосрочной перспективе. Именно поэтому Баффетт установил пороговое значение для выкупа акций компании Berkshire Hathaway, которое равно 1,2 балансовой стоимости акций.

Мы проанализировали все варианты выкупа акций компаниями. Такие компании, как AutoZone, Wal-Mart и Moody's, с 2000 г. выкупают свои акции ежегодно. При выкупе они не ориентируются на внутреннюю стоимость. Другие компании, такие как Netflix, с одной стороны, периодически выкупают свои акции, но, с другой стороны, выпускают на рынок еще больше акций. Поскольку в настоящее время процентная ставка достигла своего исторического минимума, некоторые компании выпускают долговые обязательства для выкупа акций.

Выкуп акций неизбежно делает баланс компании слабее. Получая выгоду от роста цен акций, вызванного выкупом, инвесторам следует смотреть и на то, как это повлияет на компанию в долгосрочной перспективе. В первой половине 2000-х гг. Washington Mutual, крупнейший ссудо-сберегательный банк того времени, потратил миллиарды долларов на выкуп своих акций. Когда в 2008 г. разразился финансовый кризис, он стал неплатежеспособным и перешел в собственность государства, а акционеры потеряли все свои деньги. Возможно, Washington Mutual оказался бы в гораздо лучшем положении, если бы на его балансе были денежные средства, а не собственные акции. Компания Sears потратила около

\$5 млрд на выкуп акций в 2006–2013 гг. Сейчас ей приходится занимать деньги для поддержки непрекращающейся борьбы. Ее рыночная капитализация меньше $\frac{1}{5}$ средств, потраченных на выкуп собственных акций. Выкуп акций принес выгоду только тем, кто вовремя продал свои акции. Акционеры, сохранившие акции, остались с носом.

- *Рост дивидендов*

Если компания увеличивает размер дивидендных выплат, это означает, что она уверена в своей прибыльности. Это положительный сигнал. Однако, как и в случае с выкупом акций, выплата дивидендов ослабляет баланс компании. Инвесторам следует учитывать долгосрочные последствия.

- *Погашение долга*

Погашение долга — это всегда хорошо для компании, хотя может приводить к сокращению рентабельности собственного капитала, поскольку компания меньше пользуется кредитным плечом.

- *Покупка акций инсайдерами*

Единственная причина, по которой инсайдеры покупают акции своей компании, — это надежда на ее процветание, как отметил Линч. Академические исследования также показали, что в основном инсайдеры являются долгосрочными стоимостными инвесторами. Они покупают акции собственной компании, если полагают, что вложения в них выгодны в долгосрочной перспективе¹³.



Чек-лист — полезный инструмент, который позволяет выбирать акции более дисциплинированно. Положительные и предупреждающие сигналы дают инвесторам возможность

глубже изучить компанию и обрести необходимую уверенность для принятия решений.

Однажды Линч предложил инвесторам писать заметки по каждой акции, которую они анализируют и покупают, а затем по прошествии времени сравнивать результаты деятельности компании с этими записями, чтобы убедиться, что первоначальные инвестиционные намерения все еще в силе¹⁴. Чек-лист, предупреждающие и положительные сигналы, описанные в этой главе, также следует включать в такие аналитические заметки.

Эти процедуры помогают нам уменьшить количество ошибок и неудач и избежать ловушек, в которые попадают многие стоимостные инвесторы.

Глава 7

Неудачи, ошибки и стоимостные ловушки

Некоторые вещи случаются по какой-то причине.
А некоторые просто приходят со временем года.

АНА КЛАУДИЯ АНТУНЕС

В предыдущих главах я подробно рассматривал причины, по которым следует покупать только хорошие компании. При выборе хорошей компании время на вашей стороне. Если вы купите ее по привлекательной цене, то получите более высокую доходность. Если вы купите ее по справедливой цене, то ваш капитал будет расти вместе с компанией. Если вы заплатите высокую цену, то со временем рост стоимости бизнеса компенсирует первоначальные затраты. Хотя ваша доходность окажется невысокой, у вас все еще будет возможность вернуть свои деньги.

Если активы компании обесцениваются, вы рискуете безвозвратно потерять капитал. Именно поэтому я предпочитаю купить хорошую компанию, пусть немного дороже, а не плохую по дешевке.

На фондовом рынке масса возможностей потерять деньги. Начинающие инвесторы теряют деньги на ажиотажном спросе на акции и спекуляциях. Инвесторы в рост ожидают, что рост продолжится, и платят за это слишком дорого. Стоимостные инвесторы слишком привязаны к покупке по выгодной цене и иногда не обращают достаточного внимания на качество компании.

Фондовый рынок — это форменное безумие. Постоянно кто-то продает, кто-то покупает, и оба думают, что они самые умные!

Плохие компании

На фондовом рынке очень просто потерять большие деньги, покупая акции на подъеме, когда рынок полон оптимизма, и затем продавая их во времена спада и паники. Или играя с опционами на акции и фьючерсами, или покупая на марже — если вы этим занимаетесь, то можете потерять деньги практически на любых акциях. Даже если вы долгосрочный инвестор на относительно мирном растущем рынке, вы все равно можете потерять деньги, купив акции компаний, которые находятся на пути к краху или которые могут выжить, но никогда не достигнут той точки, в которой оправдается уплаченная цена.

Далее я обобщу признаки, которые могут указывать на то, что вы покупаете не ту компанию. Эти предупреждающие сигналы отличаются от представленных в предыдущей главе. Предупреждающие сигналы, описанные ниже, относятся к бизнесу компании. Если вы заметите один из них в манере ведения бизнеса компании, которую рассматриваете для покупки, хорошенько подумайте, стоит ли ее покупать.

Компания производит актуальный товар с потрясающим будущим

Как правило, это молодые компании в «модных» отраслях. Их продукция обычно связана с революционными прорывными технологиями, которые могут оказывать огромное влияние на общество. Многие амбициозные молодые предприниматели открывают компании в этой сфере, поскольку технология многообещающая и она меняет жизнь людей, а инвесторы в восторге от ярких перспектив и готовы вкладывать в технологии будущего.

По мере развития технологии становится очевидным, что она действительно изменила жизнь людей. Однако на этом поле слишком много игроков. Лишь очень немногие компании получают прибыль и выживут. Те, у кого это получится, заработают огромное состояние для своих инвесторов, в то время как большинство других инвесторов потеряют деньги, поскольку их компании не смогут приносить прибыль. И еще больше инвесторов никогда не получают сколько-нибудь значимого дохода.

Начинающие инвесторы и инвесторы-любители могут легко попасть в такую ситуацию, в которую попал и я в начале своего пути. Я приобрел акции компаний по производству оптоволокна, потому что технология была многообещающей, а перспективы — радужными. Эта технология действительно позволила значительно увеличить скорость интернета и сделала возможным использование многих приложений, таких как потоковое видео, мобильный интернет и онлайн-игры, но из-за слишком большого количества компаний многие из них так и не начали приносить прибыль и не оправдали своей стоимостной оценки.

Это случается раз в несколько лет в новых областях, и сейчас это происходит чаще, чем в прошлом, в связи с ускорением

развития технологий и инноваций. В прошлом столетии это было самолетостроение, автомобилестроение, полупроводники, цифровые часы, компьютерное оборудование, программное обеспечение, интернет, доткомы, оптоволоконные технологии. В этом столетии пока что это солнечные технологии, биотехнологии, социальные сети, электромобили и т. д.

Начиная с середины 2000-х гг., при поддержке и поощрении правительств США и Китая, технологии использования солнечной энергии процветали. Технология казалась многообещающей, потому что она не наносит вред окружающей среде и относится к неистощаемым источникам энергии, а у нас, похоже, заканчиваются нефть и газ. Развитие технологии привело к удешевлению производства и сделало его более экономически выгодным. Это настоящая революция. Даже Томас Эдисон однажды сказал: «Я бы инвестировал все свои деньги в солнце и солнечную энергию. Какой источник энергии! Надеюсь, мы овладеем ею до того, как закончатся нефть и уголь».

По всему миру появились сотни компаний по производству солнечных батарей, многие из которых стали публичными, и это, казалось, открыло для инвесторов прекрасную возможность принять участие в бурном развитии новых технологий. Инвесторы взвинтили цены акций и заработали состояния. В то время Ши Чжэнжун, основатель китайской компании Suntech Power Holdings, стал самым богатым человеком в Китае с состоянием свыше \$2 млрд, поскольку акции Suntech торговались на Нью-Йоркской фондовой бирже и ее рыночная капитализация составляла \$12 млрд. Рыночная капитализация американских компаний, работающих в отрасли солнечной энергетики, таких как SunEdison, First Solar и SunPower Corp., достигала \$10 млрд.

Однако конкуренция очень жестока, особенно в международном масштабе. Как и в случае с любой новой технологией, в солнечную энергетику вливались все новые инвестиции, что

увеличивало конкуренцию; технология быстро развивалась, и слишком много игроков стали производить гораздо больше продукции, чем рынок мог переварить. Цены на солнечные батареи резко упали. Никто от этого не выиграл. Suntech Power и SunEdison обанкротились. First Solar и SunPower потеряли свыше 80% своей рыночной стоимости по сравнению с 2008 г. Компания SunPower до сих пор несет убытки. SolarCity, относительно новый игрок, которая занимается монтажом солнечных панелей на крышах домов и которую возглавляет предприниматель-визионер Илон Маск (он является председателем совета директоров и крупнейшим акционером), не справляется в одиночку и объединяется с другой компанией Маска, Tesla Motors. У Tesla свои проблемы. Она тоже никогда не была прибыльной, а ее убытки растут. Она тоже работает в «модной» отрасли, куда заходит все больше игроков. Ходят слухи, что даже компания Apple планирует выпускать машины. Это напоминает оптоволоконный пузырь, из которого я извлек свой болезненный урок.

Не поймите меня неправильно. У солнечной энергетики действительно было светлое будущее. И до сих пор есть. Она становится все более рентабельной, и ее доля на рынке растет. Как бывший ученый и изобретатель, я не против новых технологий и инноваций. Новые технологии и инновации делают жизнь людей лучше. Просто это не самое хорошее направление для инвестиций.

Компания производит модный товар,
который все покупают

Помните то время, когда практически у каждого ребенка были кроксы? Или у каждого подростка футболка Aeropostale? Они были крутыми, и дети их обожали. В 2006 г. объемы продаж компании Crocs выросли в три раза по сравнению

с предыдущим годом, а в 2007 г. удвоились. Продажи компании Aeropostale росли более чем на 20% ежегодно с 2004 по 2009 г. Родители покупали не только детскую обувь и футболки, но и акции. Рыночная капитализация Crocs составила свыше \$6 млрд. Рыночная капитализация Aeropostale приближалась к \$3 млрд.

Но сегодня эта обувь кажется уродливой, и никто не хочет носить футболку с надписью AERO на груди. Компания Crocs смогла диверсифицироваться и расширить свой ассортимент и сегодня продает больше обуви, чем раньше. Однако ее акции потеряли свыше 80% своей стоимости, а рыночная капитализация упала ниже \$1 млрд. Компания Aeropostale так не смогла снова стать крутой и близка к банкротству.

Вполне нормально покупать акции компании, если вам нравится ее продукция, но стоит убедиться, что эта компания стабильно растет и приносит прибыль. Вот почему, на наш взгляд, хорошей может считаться только та компания, которая получала прибыль в течение как минимум 10 лет. Нам необходимо получить подтверждение того, что компания была состоятельной в течение хотя бы одного полного рыночного цикла. Мы не хотим поддаваться всеобщему ажиотажу.

Компания находится на пике своего цикла

Прибыль высокая, а стоимость акций кажется низкой. Однако на самом деле это циклическая компания, которая находится на пике своего цикла. Такие циклические компании, как автопроизводители, авиакомпании и производители товаров длительного пользования, получают хорошую прибыль на пике цикла, из-за чего коэффициент P/E снижается, а акции кажутся привлекательными для покупки. Коэффициенты P/C и P/B в сравнении с историческими данными более наглядно представляют реальную стоимость акций. Если

компания является производителем таких сырьевых товаров, как нефть, уголь, сталь и золото, необходимо также смотреть, как их текущие цены соотносятся с историческими. Если они расположены близко к историческому пику, высока вероятность их падения. Более глубоко этот вопрос рассматривается в главе 9.

Мы часто слышим рассказы о циклических компаниях, выходящих из кризиса. Обычно это происходит не из-за того, что их руководство особо одаренное, — дела компании идут лучше просто потому, что рынок восстанавливается. Когда вновь наступит рецессия, руководство, скорее всего, обнаружит, что «ему удалось развернуть бизнес... но не в том направлении».

Мы предпочитаем не покупать циклические компании, но, если вы все-таки настроены на покупку, лучшее время — это нижняя точка цикла, когда новости плохие, а компании, возможно, теряют деньги. Многие из них не могут пройти этот этап и становятся банкротами. Покупайте компании с высокой финансовой устойчивостью, которые способны пережить тяжелые времена. Также не забудьте продать их акции, когда ситуация будет казаться хорошей, а прибыль компаний снова станет высокой. В отличие от стабильно прибыльных циклические компании вновь столкнутся с трудностями при очередном спаде в отрасли.

Компания растет слишком быстро

Вам нужно, чтобы купленная компания росла, но не слишком быстро. При слишком быстром росте она может испытывать трудности с привлечением достаточно квалифицированных сотрудников для сохранения уровня качества товаров и услуг. Так произошло с компанией Krispy Kreme в начале 2000-х и с компанией Starbucks в середине 2000-х гг. Starbucks

пришлось закрыть свыше 900 неприбыльных точек и сфокусироваться на основном бизнесе.

Кроме того, таким компаниям для финансирования стремительного роста порой требуется больше средств, чем они могут заработать, что приводит к нехватке наличности и займам. При малейших проблемах в экономике или у самой компании могут возникать трудности с обслуживанием долга и риск банкротства.

Компания Tesla растет быстрыми темпами, при этом ожидается, что Model 3 будет готова через три года. Компания расходует значительные средства на наращивание производственных мощностей. Тем временем, наращивая объем продаж автомобилей, она теряет все больше денег. Пока акции компании Tesla показывают хорошую динамику для тех инвесторов, которые приобрели их до 2013 г. И не забывайте, что Tesla только что купила компанию SolarCity, у которой наблюдается еще более серьезный дефицит денежных средств из-за стремительного роста. С учетом роста долгой нагрузки Tesla и ее слияния с компанией, которая находится в еще более сложной ситуации, я предпочитаю держаться от нее подальше.

Слишком быстрый рост опасен. Когда компания растет слишком быстро, следите за ее денежным потоком.

Компания агрессивно поглощает другие компании

Компании могут расти путем поглощения других компаний, что еще более опасно. Я могу привести очень много примеров компаний, испытывающих трудности после поглощения. Из-за амбиций руководителей многие компании растут за счет поглощения своих конкурентов. Они платят высокую цену за приобретение и еще глубже увязают в долгах. Это произошло с канадской фармацевтической компанией

Valeant. После того как Майкл Пирсон стал ее генеральным директором в 2010 г., Valeant стала проводить активную политику поглощений. В результате ежегодного поглощения нескольких компаний ее выручка выросла с чуть менее \$1 млрд в 2009 г. до \$10 млрд с лишним в 2015 г. В течение довольно долгого времени Valeant была самой популярной компанией США и Канады. Инвесторы приветствовали рост, и цена акций поднялась более чем в 20 раз. Это считалось заслугой Пирсона, и он был самым высокооплачиваемым генеральным директором в мире. Тем временем долгосрочный долг компании вырос с \$380 млн до \$30 млрд. Затем удача отвернулась, и Комиссия по ценным бумагам и биржам США начала расследование против компании. Модель роста через поглощения оказалась несостоятельной, и Пирсон был смещен со своего поста. Цена акций упала на 85% по сравнению с максимумом, компания Valeant продолжает терять деньги, а долговая бомба тикает.

Если компания ведет слишком агрессивную политику поглощений, следите за ее долгом.

Компания работает в слишком конкурентной среде

Ни одна компания не может избежать конкуренции, именно поэтому ей нужно создавать экономический ров на основе высокого качества продукции, низких затрат, узнаваемости бренда, высоких издержек переключения, сетевого эффекта и т. п. Разные компании конкурируют по-разному и в разном масштабе. Ресторан обычно конкурирует с другими ресторанами в том же районе. Конкуренты технологической компании могут находиться в любой точке земного шара.

Если компания продает однородные товары, она не может выделиться за счет продукции. Она вынуждена конкурировать по цене. Выигрывает компания с наименьшими затратами. Однородные товары — это нефть, газ, сельхозпродукция,

авиабилеты и страховки. Со временем многие высокотехнологичные товары становятся однородными. Вспомните телевизоры и компьютеры. Сегодня даже смартфоны становятся однородными товарами.

Розничная торговля — очень тяжелый бизнес, поскольку почти все, что продается в одном магазине, можно найти в другом и все, что делает компания, может быть легко воспроизведено конкурентами. Раньше конкуренция розничных продавцов была локальной, а теперь она глобальная благодаря интернету. Компании с более высокими затратами не выживают, и многие из них закрываются. Вы еще помните компании Circuit City, Sport Authority и K-Mart? Наиболее жесткая конкуренция разворачивается среди торговых центров, поскольку их слишком много. В 1927 г. Уоррен Баффетт потерял деньги на универсаме Vornado Inc. Он писал: «Как оказалось, магазинов слишком много, Vornado и остальные дискаунтеры не выдержали конкуренции со стороны магазинов K-Mart»¹. Сети K-Mart уже давно нет, а отрасль так же перегружена, как и 40 лет назад.

Переориентация потребителей на покупки через интернет делает положение торговых центров еще более уязвимым. Мы продолжаем наблюдать за борьбой таких игроков, как JC Penney, Macy's и Sears. В отрасли с такой бешеной конкуренцией проигрывают все игроки.

Компания идет на все, чтобы завоевать долю рынка

Рост числа потребителей не всегда хорош для компании. Компании следует быть избирательной по отношению к потребителям и устанавливать цену на свою продукцию так, чтобы она была конкурентной, но прибыльной. Необходимо уделять внимание преданным и платежеспособным потребителям. Попытка завоевать большую долю рынка за счет

агрессивного ценообразования может угрожать выживанию компании.

Использование любых средств для завоевания доли рынка может иметь фатальные последствия для финансовых институтов, таких как банки и страховые компании. Обычно негативные последствия проявляются только через несколько лет, поэтому необходим строгий процесс оценки платежеспособности клиентов и надлежащее ценообразование продуктов на основе корректной оценки возможных потерь. Не так давно банки ослабили свои стандарты оценки платежеспособности и выдавали кредиты низкокачественным заемщикам, которые до этого не отвечали требованиям. Они ввязались в ценовые войны и стали предлагать кредиты с «нулевым обеспечением, под нулевые проценты и с нулевыми платежами». Финансовый кризис, спровоцированный низкокачественными ипотечными кредитами, в конечном итоге поставил мировую финансовую систему на грань краха. Банки с наибольшими объемами таких кредитов пострадали больше всех. Многие из них исчезли со сцены и были забыты.

У страховых компаний могут быть серьезные проблемы при слишком большом количестве клиентов и ценообразовании, не учитывающем возможные риски. В начале 1970-х гг. компания GEICO была близка к краху из-за стремления расширить долю рынка. Она продавала страховые полисы на автомобили слишком дешево. Компания была на грани банкротства, пока не подняла цену и не ушла из тех штатов, где была убыточной. Эти меры привели к уменьшению ее доли рынка, но зато позволили снова стать прибыльной. При покупке своего первого дома я застраховал его в компании Texas Select. Плата за страховку у нее при аналогичном покрытии была существенно ниже, чем у других страховщиков. Однако в 2006 г. компания обанкротилась, и мне пришлось страховаться в другой компании по более высокой цене. Низкий

тариф Texas Select работал в случае очень узкой группы клиентов, а слишком агрессивное ценообразование выдавило страховую компанию из бизнеса.

В своем письме акционерам 2004 г. Баффетт назвал National Indemnity Company, дочернюю компанию Berkshire Hathaway, «дисциплинированным оценщиком платежеспособности», поскольку с 1986 по 1999 г. она отказывалась от состязания с «самым оптимистичным конкурентом» в области ценообразования и была готова потерять клиентов, чтобы сохранить прибыльность, исходя из своей оценки платежеспособности клиентов².

Если компания пытается привлечь клиентов, не обращая внимания на свою прибыль, держитесь от нее подальше.

Компания сталкивается с изменением нормативно-правового регулирования

На протяжении многих лет коммерческое образование было привилегированным бизнесом, поскольку позволяло получить диплом на уровне колледжа людям, которые не могли поступить в аккредитованные колледжи и университеты. Выручка и прибыль в этой сфере росли десятилетиями, и акции коммерческих учебных заведений демонстрировали одни из лучших результатов в первое десятилетие этого века. Однако внезапно все изменилось. Выпускники таких заведений не могли найти работу и увязали в студенческих кредитах. Правительство, выделяющее миллиарды долларов в качестве финансовой помощи, вынуждено было покрывать убытки по студенческим кредитам. Было инициировано расследование деятельности коммерческих учебных заведений и принят новый закон, который существенно ограничил их права на зачисление новых студентов. Отрасль рухнула, и акционеры понесли большие убытки.

Не забывайте анализировать нормативно-правовые риски компаний, акции которых вы планируете купить. После финансового кризиса 2008 г. было принято новое законодательство, регулирующее банковскую сферу. Многие источники дохода исчезли. Больницам и медицинским страховым компаниям пришлось вести бизнес по-другому после того, как был принят закон о доступном здравоохранении администрации Барака Обамы. Кроме того, эти риски возникают при инвестициях в отрасли, деятельность которых регулируется государством.

Компания устаревает

Устаревание компании не обязательно означает, что она уже слишком много лет работает на рынке. Это означает, что она не успевает адаптироваться к отраслевым изменениям. Ее продукция теряет свою привлекательность и заменяется новыми технологиями. Газеты, некогда бывшие главными поставщиками новостей и привлекавшие рекламодателей, в настоящее время вытесняются интернетом. Компания Blockbuster, с традиционными торговыми точками, в которых можно было взять напрокат DVD-диски, была вытеснена компанией Netflix. Пленку Kodak заменили цифровые камеры. Розничные магазины постепенно уходят в онлайн.

Канадский производитель смартфонов BlackBerry когда-то занимал лидирующие позиции в корпоративном мире, ему принадлежало свыше 50% рынка смартфонов. У всех руководителей в корпоративном мире были телефоны BlackBerry. Даже у меня было два их телефона. Однако компания слишком долго переходила к телефонам с сенсорным экраном и никогда не занималась созданием своей экосистемы, которая повышает затраты на переключение для потребителей. Я помню то время, когда никак не мог запомнить

комбинацию клавиш на телефоне BlackBerry для удаления блоков писем электронной почты. Сегодня на рынке смартфонов забыли о BlackBerry.

Проблема устаревающих компаний заключается в том, что они владеют большим количеством активов: недвижимостью, патентами, брендами, дочерними компаниями и т. д. — и могут выглядеть привлекательными для инвесторов после серьезного падения цены их акций. Однако зачастую они представляют собой те самые стоимостные ловушки, в которых инвесторы теряют большую часть своих денег. Более подробно мы рассмотрим стоимостные ловушки в следующем разделе этой главы.



Если предупреждающие сигналы из предыдущей главы являются симптомами болезни, то модели поведения, обсуждаемые в этом разделе, — это те самые внутренние проблемы, которые вызывают болезнь. Компании, у которых есть проблемы, описанные в предыдущем разделе, не обязательно больны. Вы можете покупать акции этих компаний, если понимаете причины появления сигналов и учитываете их в цене покупки. Однако, если компания демонстрирует поведение, которое я только что описал, лучше ее полностью игнорировать.

Опасность заключается в том, что такие компании не обязательно становятся проблемными быстро. Хотя на самом деле они являются «ходячими мертвецами», как назвал их управляющий хедж-фондом Скотт Ферон в своей превосходной книге, которая носит то же название³, они могут функционировать еще не один год, особенно если рынок на подъеме и легко привлечь финансирование. Они могут привлекать инвесторов, которые стремятся купить акции

по дешевке. Однако, как сказал Питер Линч, «тот факт, что дела у компании идут плохо, не означает, что они не могут идти еще хуже»⁴.

Стоимостные ловушки

Опытный стоимостный инвестор может распознать большинство плохих бизнес-стратегий, описанных в последнем разделе. Но, к сожалению, для многих невысокая цена часто бывает настолько привлекательной, что они закрывают глаза на долгосрочную стоимость бизнеса. Покупка по невысокой цене может быть стоимостной ловушкой, потому что компания продолжает обесцениваться. Стоимостные инвесторы теряют в стоимостных ловушках гораздо больше, чем в результате покупки слишком дорогих акций. Даже лучшие стоимостные инвесторы могут оказаться в стоимостной ловушке. Компания Berkshire Hathaway была стоимостной ловушкой в момент ее покупки Баффеттом, что в конечном счете обошлось ему и его партнерам в \$100 млрд⁵. Компания Sears, как было детально описано в главе 2, — это стоимостная ловушка, которая стоила Брюсу Берковицу и акционерам Fairholme Fund низкой доходности на протяжении многих лет.

В стоимостных ловушках цена акций обычно кажется низкой по отношению к прибыли, денежному потоку и особенно активам компании. К таким активам относятся недвижимость, патенты, бренды, коллекции или другие фирмы, которыми владеет компания. Однако компания теряет конкурентное преимущество и находится на пути к падению прибыли. Иногда может казаться, что, даже если компания уже не приносит никаких денег, цена ее акций все еще выгодна с точки зрения имеющихся активов. Однако в действительности редко встречаются компании, которые быстро приступают к ликвидации. Сначала руководство стремится

вывести компанию из кризиса. Этот процесс может растянуться на годы, и на протяжении всего этого времени стоимость компании продолжает снижаться. Даже если компания решит срочно распродать свои активы, редко когда удастся реализовать их по цене близкой к стоимости, а затраты на ликвидацию могут съесть большую часть выручки.

Я уже говорил о BlackBerry в предыдущем разделе. Участие в судьбе BlackBerry крупных инвестиционных фирм Primescap Management и Fairfax Financial в последние годы — типичный пример попадания инвесторов в стоимостную ловушку. Эти инвестиционные фирмы давно работают на рынке и имеют хорошую репутацию. Ни одна из них не стала покупать акции BlackBerry на этапе быстрого роста, когда ее акции продавались по высокой цене. В 2008 г. цена акций компании достигала \$150, а рыночная капитализация — \$80 млрд. Эти инвестиционные фирмы начали покупать акции в 2010 г., после того как цена упала наполовину по сравнению с максимальными значениями и акции стали выглядеть дешевыми. Цена акций продолжала падать, и обе фирмы упорно скупали их. В 2012 г. акции торговались ниже \$17, что казалось дешево относительно стоимости активов компании. Обоснование инвестиций заключалось в том, что у компании есть солидный бизнес и ценные активы, которые включали в себя:

...торговую марку, непревзойденную систему безопасности, дистрибьюторскую сеть, охватывающую 650 операторов связи по всему миру, абонентскую базу из 79 млн пользователей, корпоративных клиентов, 90% из которых входят в список Fortune 500, почти эксклюзивное использование правительствами Канады, США и Великобритании, огромный портфель патентов, выдающуюся новую операционную систему, разработанную QNX, и \$2,9 млрд в виде денежных средств при отсутствии долга⁶.

В 2013 г. BlackBerry наняла нового генерального директора, Торстена Хейнса, который должен был вывести компанию из кризиса. Ничего не вышло. Менее чем через год Хейнса сменил Джон Чен. У Чена, прошедшего обучение в Калифорнийском технологическом институте, было впечатляющее резюме по управлению технологическими компаниями⁷. Однако после его прихода BlackBerry, у которой до этого была «выручка около \$8 млрд и денежная подушка \$2,6 млрд, без долга», стала компанией с «выручкой менее \$1,5 млрд, денежной подушкой \$1,2 млрд и долгом \$600 млн». Балансовая стоимость ее материальных активов на акцию сократилась с \$12,5 в феврале 2012 г. до \$1,72 в ноябре 2016 г. Компания терпит убытки на протяжении последних четырех лет⁸. Ее акции торгуются по \$7. Если рассчитать отношение цены к балансовой стоимости материальных активов, то текущая цена \$7 дороже цены \$17 в 2012 г.

Можно, конечно, сказать, что только портфель патентов BlackBerry, включающий свыше 4000 патентов, стоит больше, чем текущая балансовая стоимость в размере \$1,72 на акцию. Возможно, так и есть. Когда в 2011 г. Apple и Microsoft купили патенты исчезнувшей компании Nortel или когда в 2013 г. Google купила компанию Motorola Mobility ради ее патентов, они платили свыше \$7000 за каждый патент. Но стоимость патента сложно определить. Когда я еще был в компании своего бывшего работодателя, наш юрист-консульт сказал мне, что во время патентных исков обе стороны распечатывают свои патенты и приносят пачки бумаг в суд, чтобы сравнить их высоту. Компания с более высокой пачкой выигрывает дело. Просто вникание в детали патентных претензий стоит слишком дорого. И чтение патентных описаний — это самая скучная работа в мире. Компания Google изначально хотела заплатить всего \$1500 за каждый патент компании Nortel. Когда истечет 20-летний срок

защиты патентов, многие из них станут бесполезными. Что тут говорить об обесценивании!

Чтобы не попасть в стоимостную ловушку, нужно прежде всего проверить, обладает ли компания до сих пор конкурентным преимуществом и растет ли ее стоимость. Как только компания теряет свое конкурентное преимущество и начинает снижать обороты, ее активы также теряют способность приносить доход и падают в цене. Инвестору всегда следует задавать себе три вопроса: может ли компания зарабатывать деньги прежним способом? Есть ли сейчас конкуренты, которые занимаются тем же, что и компания, но делают это лучше? Могут ли конкуренты зарабатывать деньги, предлагая аналогичные продукты и услуги по более низким ценам?

Компания Weight Watchers — еще один пример дорогостоящей стоимостной ловушки. В 2011 г. ее акции торговались по \$80, а рыночная капитализация составляла \$5 млрд. Интернет-приложения, бесплатные мобильные и другие приложения для контроля веса, а также электронные методы контроля веса могли конкурировать с бизнесом компании Weight Watchers по гораздо более низкой цене. Прибыль компании стабильно снижалась в течение длительного периода времени. У инвесторов, которые обратили внимание на динамику прибыли компании, было много возможностей продать ее акции. Сегодня они торгуются чуть выше \$20.

Джефф Безос, генеральный директор компании Amazon, как-то сказал: «Ваша норма прибыли — это мои возможности»⁹. Если компания не может построить экономический ров, который защитит ее прибыль, эта прибыль неизбежно будет снижаться из-за конкуренции.

Падение стоимости происходит в четыре этапа:

Этап 1. Снижение нормы валовой и операционной прибыли. Если компания теряет конкурентное преимущество, обычно сначала начинает сокращаться ее норма

прибыли. На этом этапе выручка и прибыль еще могут расти, что маскирует проблемы компании. Это происходило с Weight Watchers в 2000–2006 гг.

Этап 2. Рост выручки замедляется, прибыль перестает расти. Это происходило с Weight Watchers в 2006–2012 гг.

Этап 3. Рост выручки еще больше замедляется, прибыль начинает падать. Это происходило с Weight Watchers в 2012–2013 гг.

Этап 4. Выручка и прибыль падают. Это происходит с Weight Watchers с 2013 г.

В быстроменяющихся отраслях, таких как производство смартфонов, падение происходит гораздо быстрее и каждый этап короче по сравнению с тем, что происходило с Weight Watchers. Сильнее всего цена на акции падает тогда, когда норма прибыли и прибыль снижаются и компания начинает терять деньги. Акции могут казаться дешевыми, но инвестор, который больше беспокоится о конкурентоспособности компании, чем о выгодной цене, не попадет в подобную ситуацию. В октябре 2015 г., когда стало известно, что Опра Уинфри купила 10% акций Weight Watchers, цена акций подскочила на 300%. Сейчас Опра участвует в рекламной кампании и делится своим опытом в программе по снижению веса. Однако цель превратить ее поклонников в платных участников все еще не достигнута. Конкуренты Weight Watchers по-прежнему легко выигрывают ценовую конкуренцию, и Опра не может изменить этот факт. Даже хороший капитан не может спасти тонущий корабль, не говоря уже о знаменитостях.

Многие стоимостные ловушки рано или поздно приводят к полному краху. Некоторые компании могут переформатировать себя, изменить фокус продукции и стабилизироваться на более низком уровне. Последнее можно принять за выход

из кризиса, и цена на акции может слегка вырасти, но очень редко компании удастся вернуть свою былую славу. В любом случае потери тех инвесторов, которые купили акции по дешевке во время падения, остаются неизменными.

Опционы, сделки на марже и короткие продажи

В начале этой главы я сказал, что игра с опционами на акции, покупка на марже и короткие продажи — это верные способы потерять деньги. Когда вы покупаете акции хорошей компании, время работает на вас. Однако этого нельзя сказать об опционах на акции той же компании. При покупке опциона на акции вам нужно предсказать движение цены в определенный период времени. Даже если удалось угадать направление изменения стоимости компании, цена на акции может измениться в противоположном направлении, и вы потеряете все.

Сделки на марже имеют аналогичный эффект. Ваши убытки и прибыли возрастают за счет маржи. Во время экстремальных колебаний рынка можно потерять все, даже если ваше мнение о компании является правильным.

При короткой продаже ваша максимальная прибыль составляет 100%, а максимальный убыток бесконечен. Хотя многие компании умирают, а цены их акций становятся практически нулевыми, очень немногим удастся заработать деньги при короткой продаже на длительный срок, поскольку в долгосрочной перспективе экономика и бизнес растут, а вместе с ними и фондовый рынок. Возможно, вы правы в том, что у компании проблемы и однажды она обанкротится, но цены ее акций могут упасть не так быстро, как вы ожидали. Редкому руководителю нравится смотреть, как цена акций его компании падает. Компания может использовать такие приемы,

как выкуп акций и повышение дивидендных выплат, чтобы подстегнуть рост цен акций. Во время рыночного пузыря могут расти даже акции убыточных компаний. Кроме того, вам нужно оплатить стоимость заимствования и выплатить премию тем, у кого вы занимали акции. Вспомните высказывание Джона Кейнса: «Рынки могут оставаться иррациональными дольше, чем вы сможете оставаться платежеспособным». Нужно избегать ситуаций, когда время работает против вас и вы сталкиваетесь с возможностью постоянных убытков.

Единственный вариант, когда можно рассмотреть возможность использования опционов, — это продажа опционов пут на акции, которые вы собираетесь купить и надеетесь сократить затраты на покупку. Опцион пут — это договор, по которому продавец опциона, получающий премию, обязан купить акции по цене исполнения (страйк-цене) до истечения срока действия договора. Если в момент исполнения опциона акции продаются по цене ниже цены исполнения, продавец пута платит более высокую цену, чем рыночная. Если, наоборот, акции продаются по цене выше цены исполнения, покупатель (владелец) пута не исполнит его, и договор обнуляется. Баффетт продавал опционы пут, чтобы снизить стоимость покупки, когда он хотел приобрести акции Coca-Cola в 1993 г. и Burlington Northern Santa Fe (BNSF) в 2008 г.

Можно подробно изучить сделки Баффетта с опционами пут на акции BNSF, чтобы понять, как снизить стоимость акций при их покупке путем продажи путов, как показано в таблице ниже.

Все опционы пут, которые Баффетт продал на BNSF, были краткосрочными — примерно двухмесячными. Акции торговались 10 июня 2008 г. по \$84,98. Баффетт мог бы купить их по этой цене. Но вместо этого он продал опционы пут со страйком \$80 и сроком истечения через два месяца по цене

Дата сделки	Рыночная цена, \$	Страйк- цена, \$	Кол-во проданных акций	Дата исполнения	Цена опциона, \$	Стоимость акции после исполнения опциона, \$	Цена на дату исполнения, \$	Экономия на акцию, \$	Суммарная экономия по сравнению с покупкой акции на дату сделки, \$
10/6/2008	84,98	80	1309524	12/8/2008	7,02	72,98	76,55	12	15714288
10/8/2008	81,44	80	1190476	12/9/2008	7,03	72,97	75,2	8,47	10083332
10/8/2008	81,44	77	761111	12/9/2008	5,78	71,22	75,2	10,22	7778554
10/10/2008	80,16	75	1217500	12/12/2008	7,09	67,91	74,68	12,25	14914375
10/16/2008	80,47	76	1000000	12/19/2008	6,2	69,8	74,68	10,67	10670000
12/3/2008	75,5	75	2325000	1/30/2009	6,35	68,65	66,25	6,85	15926250
								Итого экономия:	75086799

\$7,02 за акцию. К моменту истечения срока опционов пут, 12 августа 2008 г., акции торговались по цене \$76,55. Баффетт купил акции по \$80. Но реальная стоимость акции для него составила \$72,98 (страйк минус цена опциона). Таким образом, Баффетт снизил стоимость акции для себя на \$12, продав опционы пут вместо покупки акций прямо в день сделки. Баффетт использовал этот метод в многочисленных сделках до декабря 2008 г. и приобрел 7,8 млн акций компании BNSF, сэкономя \$75 млн для Berkshire Hathaway, что составляет существенные 13,7% от общей стоимости.

Разумеется, бесплатных обедов не бывает. В этом случае Баффетт получил выгоду, поскольку в течение нескольких месяцев после того, как он продал опционы пут, цена акций BNSF падала. Если бы она выросла, у Баффетта не было бы акций. Он просто положил бы в карман \$51 млн, которые заработал на премиях по опционам. Но акции в конечном итоге стоили бы на \$105 млн больше: в тот момент, когда Berkshire Hathaway приобрела акции компании BNSF в феврале 2010 г., они стоили \$100. Поэтому всегда есть шанс, что вы не сможете купить акции по цене сделки на дату опционной сделки и потеряете инвестиционную возможность, если не захотите платить более высокую цену.

Еще одна причина, по которой продажа опционов на акции BNSF была удачной для Баффетта, — это правильно выбранное время. Хотя Баффетт говорил, что он не занимается выбором наиболее удачных моментов для операций на рынке, он точно знал, когда продавать опционы. Период с третьего квартала 2008 г. по первый квартал 2009 г. был самым волатильным для фондового рынка более чем за три десятилетия, за исключением черного понедельника в 1987 г. При высокой волатильности премии по опционам тоже высокие. Двухмесячные путы со страйком на 5% ниже цены акций продавались с премией почти 9%. Сегодня

аналогичные опционы пут можно продать только с премией около 1%.

При продаже опционов пут всегда есть вероятность, что вам придется купить акции по истечении контракта. Таким образом, вы должны быть уверены, что продаете путы только на те акции, которыми хотели бы владеть в течение длительного времени, и что у вас есть деньги для их покупки. Если цены на акции будут ниже страйка, вы получите акции. Если вы хотите получить премию по опциону, но ненавидите эти акции, у вас будут большие проблемы. Я лично знаю женщину, которая продала опционы пут на акции Nortel. Она получила премию по опциону, но в итоге была вынуждена купить акции компании Nortel, цена на которые в конечном итоге упала до нуля.

Таким образом, продажа опционов пут может быть эффективным способом сокращения цены покупки акций. Однако следует хорошо запомнить:

- продавайте краткосрочные опционы пут;
- продавайте, когда волатильность на рынке высокая;
- продавайте опционы на акции только тех компаний, которые вы хотите купить, и если у вас есть деньги, чтобы их купить;
- вы можете упустить инвестиционную возможность, если цена на акции пойдет вверх.

В противном случае держитесь подальше от опционов, сделок на марже и короткой продажи.



Если в главах 3 и 4 у вас создалось впечатление, что купить хорошую компанию легко, то после прочтения этой и предыдущей глав вам может показаться, что это слишком сложно.

Разумеется, это непросто. Чарльз Мангер сказал, что все, кто считает, что это просто, глупцы. Однако вы можете искать ситуации, которые довольно просты, компании с легким для понимания бизнесом и отрасль, которая меняется относительно медленно и имеет минимальный регуляторный риск. Как говорит Баффетт, в инвестициях вы не получите более высокого вознаграждения, работая над более сложными элементами, как в гимнастике. Он использует три сосуда — «да», «нет» и «слишком сложно», — когда рассматривает инвестиционные возможности. Большинство идей отправляются в сосуд «слишком сложно».

Если это все еще звучит слишком сложно, не отчаивайтесь. Вы можете участвовать в долгосрочном процветании хорошего бизнеса и получать хороший доход, формируя портфель, состоящий из акций отличных компаний. И это действительно просто.

Глава 8

Пассивные портфели, доля денежных средств и результаты деятельности

Если вы дошли до этой главы, то, очевидно, понимаете, что в инвестировании нет никаких секретов. Периодически я слышу, как люди говорят, что очень хотели бы узнать секреты инвестирования Уоррена Баффетта. Так вот, Баффетт раскрывает их регулярно на протяжении последних 60 лет в своих письмах акционерам, интервью, выступлениях и статьях; они доступны для всех, кто хочет понять суть, — вам просто нужно быть готовым усердно работать и учиться.

Если же у вас нет желания или времени глубоко вникать в инвестирование, вы все равно можете извлекать выгоду из роста отличных компаний, просто вкладывая средства в индексные фонды S&P 500, в хорошие взаимные фонды или в портфель хороших компаний. Как было показано в главе 3, компании индекса S&P 500 в среднем более успешны, чем все остальные американские компании. Скрупулезное и свободное от ошибки выжившего исследование, проведенное компанией Sungarden Investment Research, показало, что за 10-летний период индекс S&P 500 показал результаты на 60% лучше,

чем активно управляемые взаимные фонды¹. Даже Баффетт сказал, что, когда он умрет, его жена будет инвестировать в индексный фонд. В своем письме акционерам 1993 г. Баффетт написал следующее об индексном инвестировании: «Когда “глупые” деньги признают свои ограничения, они перестают быть глупыми»². У индексных фондов S&P 500, как правило, низкая комиссия и низкая оборачиваемость портфеля. Низкая комиссия также является одним из основных факторов, по которым индексные фонды показывают результаты выше среднерыночных, а низкая оборачиваемость портфеля делает инвестирование в индексные фонды более эффективным с точки зрения налогообложения.

Для достижения наилучших долгосрочных результатов не следует пытаться угадать верный момент входа в рынок, а вместо этого следует постоянно покупать индексные фонды, независимо от ситуации на фондовом рынке. Кроме того, необходимо инвестировать постоянно и в полном объеме. В этом случае в долгосрочной перспективе вы получите хорошие результаты. Еще лучшие результаты вы получите, если инвестируете в портфель хороших компаний по разумным ценам и воспользуетесь преимуществами более высокой доходности бизнеса хороших компаний в долгосрочной перспективе.

Портфель хороших компаний

В главе 3 я подчеркнул, что, если сосредоточиться на хороших компаниях, которые являются стабильно прибыльными и предлагают высокую рентабельность инвестиций, это позволит снизить вероятность потери денег и получить доходность выше средней. Если мы покупаем такие компании по разумной цене, то доходность будет еще выше. Те, у кого нет времени или желания изучать информацию по каждой компании, могут вместо этого просто купить портфель хороших

компаний, которые со временем, скорее всего, продемонстрируют более высокие результаты по сравнению с индексом.

На сайте GuruFocus мы начали отслеживать портфель таких компаний в 2009 г. В него включены 25 компаний, которые получали стабильную прибыль на протяжении последних 10 лет и были недооцененными при расчете по методу дисконтирования денежных потоков. В таблице ниже приведены результаты такого портфеля за период с января 2009 г. по сентябрь 2016 г.

Год	S&P 500, %	25 недооцененных компаний со стабильной прибылью, %
2009	23,45	55,72
2010	12,78	20,17
2011	0	-3,32
2012	13,41	5,29
2013	29,6	24,81
2014	11,39	11,38
2015	-0,73	-0,17
2016	9,54	21,08
Совокупный рост	148	220
Среднегодовая доходность	12,0	15,7

Портфель ребалансируется ежегодно в первый торговый день. Стоимость портфеля рассчитывается ежедневно. В течение года мы ничего не делаем с портфелем. Если какая-либо компания, акции которой есть в портфеле, поглощается другой компанией, то такие акции либо обналичиваются, либо заменяются на акции поглотившей компании, в зависимости от структуры сделки поглощения. С момента создания, 2 января 2009 г., доходность портфеля достигла 15,7% годовых. За аналогичный период доходность индекса S&P 500 составила 12%. Таким образом, доходность портфеля стабильно прибыльных компаний была выше среднерыночной на 3,7% с 2009 г. Данные приведены без учета дивидендов.

В январе 2010 г. мы сформировали два других портфеля стабильно прибыльных компаний, которые торговались близко к минимальным за 10 лет отношениям цены к объему продаж и цены к балансовой стоимости. Результаты по этим портфелям по сентябрь 2016 г. показаны ниже.

Год	S&P 500, %	25 топ-компаний с исторически минимальным коэф. P/S, %	25 топ-компаний с исторически минимальным коэф. P/B, %
2010	12,78	19,05	16,39
2011	0	-2,01	-1,87
2012	13,41	17,79	17,62
2013	29,6	29,60	33,18
2014	11,39	15,09	20,01
2015	-0,73	-3,75	-4,63
2016	9,54	19,55	16,6
Совокупный рост	101	136	139
Среднегодовая доходность	10,5	13,0	13,2

С момента создания доходность этих портфелей была выше среднерыночной примерно на 2,5% в год.

Я хочу отметить, что ни один из этих портфелей не приносил доходность выше рынка каждый год, однако со временем они стали приносить существенно большую доходность по сравнению с рынком. Результаты, приведенные ниже, были получены при инвестировании в каждую позицию 4% средств портфеля. Портфель ребалансировался один раз в год. Во время ребалансирования мы снова запускали скринеры. Мы не меняли те акции, которые по-прежнему оставались на экране скринера. Мы продавали акции, которые исчезали из скринера, и покупали новые акции в аналогичной пропорции. Портфель обновлялся приблизительно на 25% в год.

В отличие от «Волшебной формулы», придуманной управляющим хедж-фондом Джоэлом Гринблаттом³, подход GuruFocus

учитывает долгосрочные результаты компании, а не только самые последние. Качество акций при использовании подхода GuruFocus выше, чем качество акций, отобранных по «Волшебной формуле» Гринблатта. Я ожидаю, что результаты наших портфелей будут относительно лучше во время падения рынков.

Однако эти три портфеля пока что не протестированы на этапе спада экономического цикла. В число модельных портфелей, отслеживаемых на сайте GuruFocus, входит портфель акций, которыми владеет большинство лучших инвесторов. Он хорошо зарекомендовал себя как на растущих, так и на падающих рынках. Этот портфель включает 25 компаний, акции которых есть во всех портфелях выбранной группы инвесторов. Портфель также ребалансируется один раз в год. Результаты актуального портфеля можно посмотреть по ссылке: http://www.gurufocus.com/model_portfolio.php?mp=largesap. Годовая доходность портфеля приведена в таблице ниже. В среднем он превосходил S&P 500 на 2,4%. С момента его создания в январе 2006 г. и до конца 2016 г. портфель превосходил индекс S&P 500 в девяти годах из 11.

Год	S&P 500, %	Компании, которые есть в портфелях лучших инвесторов, %
2006	13,62	15,18
2007	3,53	-5,47
2008	-38,49	-29,98
2009	23,45	30,70
2010	12,78	14,63
2011	0	0,54
2012	13,41	16,99
2013	29,6	30,85
2014	11,39	12,30
2015	-0,73	6,07
2016	9,54	0,38
Совокупный рост	79	129
Среднегодовая доходность	5,5	7,8

Можно увидеть, что за последние 11 лет портфель совокупно превзошел индекс на 50%. Это существенно для инвестора, который наращивает состояние в течение длительного времени.

Инвестировать в портфель высококачественных компаний немного сложнее, чем в индексные фонды. Необходимо держать 25 позиций вместо одной, но портфель ребалансируется всего один раз в год, и в большинстве случаев это затрагивает порядка семи акций из 25. Однако доходность на 2% выше среднерыночной стоит того.

Инвестиции с целью получения дивидендного дохода

Подход, в основе которого лежит формирование пассивного портфеля высококачественных компаний, также может быть использован для пенсионных накоплений. Инвестор может сформировать пенсионный портфель из высококачественных компаний и жить на дивиденды, выплачиваемые компаниями из портфеля, не трогая основную сумму инвестиций.

Для пенсионного портфеля крайне важно, чтобы компании, входящие в него, обладали очень высокой финансовой устойчивостью и были стабильно прибыльными, чтобы оставаться на плаву в сложные времена и продолжать выплачивать дивиденды. Кроме того, компании должны иметь возможность со временем увеличить размер дивидендов, чтобы дивидендный доход инвесторов рос быстрее инфляции. Портфель должен быть разумно диверсифицирован по отраслям, чтобы сглаживать циклические колебания.

Требования к портфелям, ориентированным на получение дивидендного дохода, обобщены ниже:

1. У компании должны быть хорошие финансовые показатели. Они принципиально важны для выживания компании и гарантированной выплаты дивидендов. По шкале финансовой устойчивости GuruFocus с диапазоном от 1 до 10 компания должна набирать шесть баллов и выше.
2. Компания должна получать высокую прибыль. Только когда компания прибыльна, она может зарабатывать достаточно средств для выплаты дивидендов и сохранения хорошей финансовой устойчивости. По шкале прибыльности GuruFocus с диапазоном от 1 до 10 компания должна набрать семь баллов и выше.
3. У компании должны быть стабильно хорошие результаты деятельности и прибыль в прошлом. По шкале предсказуемости GuruFocus это 2,5 звезды и выше.
4. Компания должна иметь достаточно высокую рентабельность инвестированного капитала. GuruFocus требует 10-летнюю медианную рентабельность инвестированного капитала 10% и выше. Это требование для высококачественных компаний.
5. Компания должна быть прибыльной на протяжении всех 10 лет без исключения, а ее 10-летняя медианная норма операционной прибыли должна составлять 10% и выше.
6. Компания должна демонстрировать достаточный потенциал роста. Темпы роста выручки и прибыли должны составлять 5% и выше.
7. Компания должна демонстрировать стабильный рост дивидендных выплат на протяжении 10 или более лет.
8. Коэффициент выплаты дивидендов должен быть не более 0,7. Коэффициент выплаты дивидендов должен быть низким, чтобы у компании имелась возможность увеличения дивидендов.

9. Текущая дивидендная доходность должна составлять 2% и выше. Она должна быть выше среднерыночной.
10. Отношение дивидендного дохода к затратам за последние пять лет должно составлять 2,5% или выше. Отношение дивидендного дохода к затратам определяется как отношение дивидендов, выплаченных в течение пяти лет, к текущим затратам. Такой показатель позволяет понять, что компания наращивает дивидендные выплаты достаточно быстро, чтобы через пять лет дивиденды на текущие инвестиции приносили больший доход, чем в настоящее время.

Критерии с 1 по 6 гарантируют покупку только высококачественных компаний. Критерии с 7 по 10 позволяют убедиться, что компания отвечает требованиям, предъявляемым к дивидендам. На основе этих критериев был создан скринер All-In-One, который можно найти на сайте GuruFocus.com Menu → All-In-One Screener → Dividend Income Screener.

Количество компаний, удовлетворяющих критериям этого скринера, очень сильно зависит от ситуации на рынке. Когда цены на акции высокие, средняя дивидендная доходность снижается и очень немногие акции отвечают всем критериям. Если запустить скринер сегодня — когда цены на фондовом рынке не превышают 3% от исторического максимума после семи с половиной лет рыночного роста, — только 16 акций будут соответствовать всем критериям и их средняя дивидендная доходность составит 2,4%, что примерно на 20% выше дивидендной доходности индекса S&P 500. Этот же скринер показывал гораздо больше акций, когда цены на рынке держались на более низком уровне.

При дивидендной доходности 2,4% инвестиционный портфель стоимостью \$1 млн ежегодно приносит \$24 000 в виде дивидендов. Тем не менее среднее за пять лет

отношение дивидендов к затратам по 16 компаниям составляет 5,44%. Это означает, что если выплаты дивидендов компаний будут расти так же быстро, как и в последние пять лет, то дивидендный доход инвесторов увеличится более чем в два раза в течение следующих пяти лет.

Инвестиции в инструменты денежного рынка

Для портфеля, ориентированного на получение дивидендного дохода, я установил минимальную дивидендную доходность в размере 2%. Это низкий показатель по сравнению с историческими данными. Цены на фондовом рынке близки к историческому максимуму за весь период его существования, а дивидендная доходность — к историческому минимуму. Если в качестве критерия отбора установить более высокую дивидендную доходность, то не будет достаточного количества акций для диверсификации портфеля. В таких условиях приходится держать средства в денежной форме и ждать лучших возможностей для инвестирования.

Это проблема, с которой сегодня сталкиваются инвесторы, стратегии которых чувствительны к стоимостной оценке. После того как рынок начинает идти вверх, стоимость большинства акций сравнивается с их ценой. На рынке нет достаточного числа акций, отвечающих требованиям по марже безопасности. Более мягкие требования к марже безопасности означают большой риск падения цен. Еще раз: необходимо держать средства в денежной форме в ожидании лучших возможностей для инвестирования.

Дисциплинированные и опытные инвесторы выбирают этот вариант и могут достичь более значительных результатов в долгосрочной перспективе. Однако крайне сложно держать средства в денежной форме, наблюдая, как рынок растет и растет. Денежные средства снижают общую результативность

портфеля, особенно в то время, когда доходность депозитов практически равна нулю и «наличные — это мусор». Однако, когда рыночный цикл вступит в фазу падения, что периодически происходит и обязательно повторится в будущем, денежные средства защитят инвестиции и дадут вам возможность купить акции по гораздо более низким ценам. Именно поэтому фонд Yacktman Fund смог обойти S&P 500 на 11% при падении рынка в 2008 г. и на 33% при восстановлении рынка в 2009 г. «Денежные средства — это короли» на падающем рынке.

Даже когда вы уходите в денежные средства, все равно хочется получать какую-то доходность с сохранением ликвидности. Можно приобрести краткосрочные казначейские векселя через TreasuryDirect или купить краткосрочные казначейские ETF (биржевые инвестиционные фонды), такие как iShares 1–3 Year Treasury Bond ETF SHY. Однако при инвестициях в ETF возникает определенный процентный риск.

Иногда можно получить более высокую доходность от денежных средств, участвуя в арбитраже на слияниях, которым в прошлом Баффетт занимался довольно часто⁴.

Арбитраж на слияниях

Когда у Баффетта было больше денежных средств, чем инвестиционных идей, он участвовал в арбитраже на слияниях, чтобы получить доходность выше, чем у казначейских облигаций. По словам Чарли Мангера, это не давало ему отойти от строгих стандартов долгосрочного инвестирования и «позволяло обходить препятствия». Он занимался этим вплоть до середины 1990 г.⁵

При арбитраже на слияниях, если компания А приобретает компанию Б, инвестор занимает короткую позицию в акциях компании А и одновременно длинную позицию в акциях

компании Б в эквивалентном количестве. Если слияние происходит, акции обнуляют друг друга, и инвестор получает разницу в цене, существовавшую на момент сделки.

Иногда слияния происходят с расчетом денежными средствами. Иначе говоря, компания Б приобретается компанией А за наличные деньги. В этом случае нет необходимости занимать короткую позицию в акциях компании А. Инвесторам достаточно купить акции компании Б со скидкой от объявленной цены сделки.

Самый большой риск арбитража — это отказ от слияния. Как правило, во время слияний компания А предлагает большую премию за акции компании Б. После объявления о слиянии цена акций компании Б сразу подскакивает и становится близкой к цене предложения. Если слияния не происходит, цена на акции компании Б сразу падает до того уровня, на котором она была до этого, или даже ниже. Инвесторы, которые рассчитывали получить всего 2% на ценовой разнице, получают убыток — возможно, 40% и выше. В этом случае инвесторам приходится продавать акции компании Б с большим убытком, чтобы краткосрочное неудачное вложение не превратилось в долгосрочное бремя. Таким образом, если хотя бы одна арбитражная сделка по слиянию из 20 будет неудачной, инвестор не заработает никаких денег.

Иногда случаются и приятные сюрпризы. После объявления о слиянии еще какая-нибудь компания может захотеть купить компанию Б. Ей придется предложить более высокую цену. Война предложений приведет к еще большему росту цены акций компании Б. Таким образом, инвестор может заработать не 2–3%, как рассчитывал, а все 20% или больше за очень короткое время. Это тот самый «мне очень повезло» момент в арбитраже на слияниях.

Однако в реальности несостоявшихся сделок гораздо больше, чем приятных сюрпризов. Из-за риска большой

разницы между прибылью и убытком основной принцип участия в арбитраже по слияниям — избегать плохих сделок. Как Баффетт, так и управляющий хедж-фондом Джон Полсон добились больших успехов в арбитраже на слияниях⁶. Они оба следуют строгим правилам, чтобы избежать неудачных сделок. Вот некоторые из вопросов, которые следует задать себе, прежде чем принять решение об участии в арбитраже.

- Является ли поглощающая компания крупной?
- Есть у поглощающей компании положительный опыт реализации сделок?
- Является ли соглашение о слиянии окончательным?
- Зависит ли сделка от условий финансирования?
- Будет ли перед сделкой проводиться процедура «дью дилидженс»?
- Насколько хороши результаты деятельности у поглощающей компании?
- Насколько обоснованна стоимостная оценка?
- Какие существуют нормативно-правовые риски?
- Каковы налоговые последствия сделки?
- Каковы шансы на то, что появится еще один покупатель?

Даже при положительных ответах на все эти вопросы очень многое может привести к срыву сделки: ситуация на рынке, процентные ставки, политика, другой участник торгов и т.д. Инвесторам следует диверсифицировать свои вложения по отраслям.

Арбитражем на слияниях стоит заниматься только опытным инвесторам. Те, кому интересно, могут прочитать статью Полсона «“Риск” в рисковом арбитраже» в сборнике «Управление рисками хедж-фондов», составленном Вирджинией Рейнольдс Паркер⁷.

Как оценивать результаты

Увеличение доли денежных средств в портфеле при высоких ценах на рынке и ее снижение при низких ценах не обязательно приводят к повышению долгосрочной доходности, поскольку невозможно знать, как долго рынок может оставаться переоцененным. Вы можете уйти в денежную позицию слишком рано на растущем рынке и упустить прибыль или сократить долю денежных средств слишком поздно и опять упустить прибыль.

Когда речь заходит об оценке результатов инвестиционной стратегии, самая большая ошибка, которую совершают инвесторы, — это изучение прошлой картины. Они принимают решения на основе тех результатов стратегии, которые были получены за последнее время, и обычно вкладывают деньги в то, что недавно принесло хороший результат. Аналогичным образом большинство инвесторов поступают с взаимными фондами и ETF. В конце 1990-х гг. многие инвесторы переключились на технологический сектор, потому что фонды акций технологических компаний показывали лучшие результаты в предшествующие несколько лет. Однако высокие результаты технологического сектора привели к росту цен акций, что предопределило более низкую доходность в будущем. Это происходит со всеми фондами и стратегиями, которые формируют портфели, инвестируя в определенные секторы, регионы или классы активов.

Инвесторам следует проанализировать результаты фонда или стратегии по меньшей мере в течение одного полного рыночного цикла, чтобы понять, насколько они эффективны. Это также верно для фондов, инвестирующих в определенные секторы и регионы, и для фондов, которые фокусируются на конкретных отраслях или классах активов. Если рынок продолжает расти, фонды, которые приняли решение вкладывать не все свои средства, будут все время показывать результаты ниже среднерыночных. Однако, когда на рынке начнется

падение, такие фонды будут демонстрировать более высокие результаты, поскольку смогут воспользоваться более низкими ценами во время коррекции рынка, располагая свободными денежными средствами. Именно поэтому ранее упомянутое исследование Sungarden Investment Research показало, что в течение последних двух растущих рынков индекс S&P 500 превзошел своих конкурентов на 80 и 63% соответственно. Однако во время фазы снижения рынка индекс смог превзойти своих конкурентов, активно управляемые фонды, только на 34 и 38%.

Под полным рыночным циклом здесь понимается период от пика до пика, или от впадины до впадины. Из двух последних полных циклов от пика до пика один продолжался с первого квартала 2000 г. по третий квартал 2007 г., а второй — примерно до настоящего момента (первый квартал 2017 г.). Текущий бычий рынок, который начался в марте 2009 г., возможно, все еще продолжается, но в настоящее время уже очень близок к своему пику.



Таким образом, даже при отсутствии интереса или времени на анализ компаний вы все равно можете извлечь выгоду из долгосрочного процветания отличного бизнеса, инвестируя в портфель хороших компаний. Вам необходимо твердо придерживаться стратегии, не выводить средства из инвестиций и покупать акции частями. Со временем, придерживаясь этой стратегии, вы получите существенно более высокие результаты, чем при инвестициях в индексные фонды.

Те инвесторы, которым нравится анализировать деятельность компаний, могут сделать свой портфель существенно более концентрированным, включив в него небольшое количество хороших компаний. В этом нет секрета. После того как вы приняли решение покупать хорошие компании по справедливым ценам, единственное, что нужно делать, — это анализировать компании и усердно работать.

Глава 9

Как оценивать компании

В главе 2 я рассказал о методах оценки стоимости на основе активов компании. В главе 5 мы обсуждали методы оценки на основе свободного денежного потока и прибыли для компании со стабильной прибылью. Здесь я хочу рассказать об оценке компаний в общем и показать, какие методы стоит или не стоит использовать в разных отраслях или ситуациях.

В этой главе приведено общее объяснение методов оценки стоимости и их применения. Хотя ранее я говорил, что инвесторам, которые хотят инвестировать только в хорошие компании, следует избегать определенных отраслей, некоторые из них будут упомянуты в этой главе. Поэтому я прошу вас не путать комментарии этой главы с философией инвестирования только в хорошие компании.

Можно выделить три подхода к оценке стоимости компании: 1) финансовые коэффициенты; 2) внутренняя стоимость и 3) норма доходности. Далее я подробно расскажу о каждом из них.

Финансовые коэффициенты

Это самый широко используемый метод стоимостной оценки. Среди финансовых коэффициентов самым популярным и часто используемым является коэффициент цена/прибыль (P/E). Кроме того, используются такие коэффициенты, как отношение цены к продажам, отношение цены к балансовой стоимости, EV/EBIT и EV/EBITDA.

Коэффициент цена/прибыль

Коэффициент P/E можно рассматривать как количество лет, за которое компания может оправдать цену, уплаченную инвестором за акцию. Например, если компания зарабатывает \$2 на акцию в год и акции продаются по \$30, то коэффициент P/E будет равен 15. Таким образом, инвестору потребуется 15 лет, чтобы вернуть \$30, уплаченных за акции, за счет прибыли компании, при условии, что прибыль компании останется неизменной в течение этого срока.

В реальных условиях прибыль компании никогда не остается неизменной. Если она растет, инвестору потребуется меньше лет, чтобы оправдать свои затраты на покупку акций. Если прибыль падает, то потребуется больше лет. Как акционер, вы хотите, чтобы компания оправдала заплаченную вами цену как можно скорее. Таким образом, акции с более низким коэффициентом P/E более привлекательны по сравнению с акциями с более высоким P/E, пока этот коэффициент положителен. Также, если у акций двух компаний одинаковый коэффициент P/E, то привлекательнее будет более быстрорастущая компания.

По мнению Питера Линча, справедливый коэффициент P/E приблизительно равен темпам роста компании¹. В главе 5 я объяснил, что при справедливом P/E цена акций растущей

компания приблизительно равна ее справедливой стоимости и справедливая цена зависит от процентных ставок.

Полезно посмотреть на поведение коэффициента P/E компании в прошлом и проанализировать, как соотносится текущее значение с историческими данными. Например, на рис. 9.1 показан коэффициент P/E компании Wal-Mart с 1998 г. Инвесторы, которые купили акции в 2000 г., когда P/E был самым высоким за всю историю компании и достигал 60, не могли компенсировать свои убытки до тех пор, пока через 12 лет компания Wal-Mart не увеличила прибыль на акцию почти в четыре раза. Однако инвесторы, которые купили акции компании в 2011 г., когда P/E опустился до 11, т. е. до самого низкого за всю историю компании уровня, всего через 12 месяцев были вознаграждены ростом цены более чем на 40%.

Если компания убыточна, коэффициент P/E не имеет смысла. Как я уже говорил в главе 3, простое игнорирование



Рис. 9.1. Коэффициент P/E компании Wal-Mart

компаний, терпящих убытки, может резко увеличить вашу доходность.

Для сравнения акций компаний с разными темпами роста Линч придумал коэффициент PEG, который рассчитывается как коэффициент P/E, деленный на темп роста. Если $PEG = 1$, оценка акций справедлива. Линч по-прежнему утверждает, что предпочтет купить компанию, которая растет на 20% в год с P/E равным 20, чем компанию, которая растет на 10% в год при P/E равном 10^2 .

Поскольку коэффициент P/E показывает, сколько времени требуется для возврата уплаченной инвестором цены, его можно использовать для сравнения стоимости акций разных компаний из разных отраслей. Именно поэтому это самый важный и широко используемый индикатор стоимостной оценки акций.

На значение коэффициента P/E могут повлиять разовые операции, такие как продажа части компании или единоразовое списание активов. Это может очень сильно изменить величину объявленной прибыли за текущий год или квартал. Однако такие события не повторяются. Инвесторам следует учитывать это при использовании коэффициента P/E для оценки компаний.

Также инвесторам нужно понимать, что коэффициент P/E может вводить в заблуждение, если компания является циклической, а ее деятельность непредсказуемой. Лучше всего коэффициент P/E работает для компаний со стабильной прибылью. У циклических компаний норма прибыли выше на пике цикла, в нижней точке цикла она падает или компания даже терпит убытки. При высокой прибыли на пике цикла коэффициент P/E искусственно занижен. Хороший пример — компания Southwest Airlines, вторая авиакомпания по величине рыночной капитализации. Динамика ее коэффициента P/E с 1998 по 2016 г. показана на рис. 9.2.

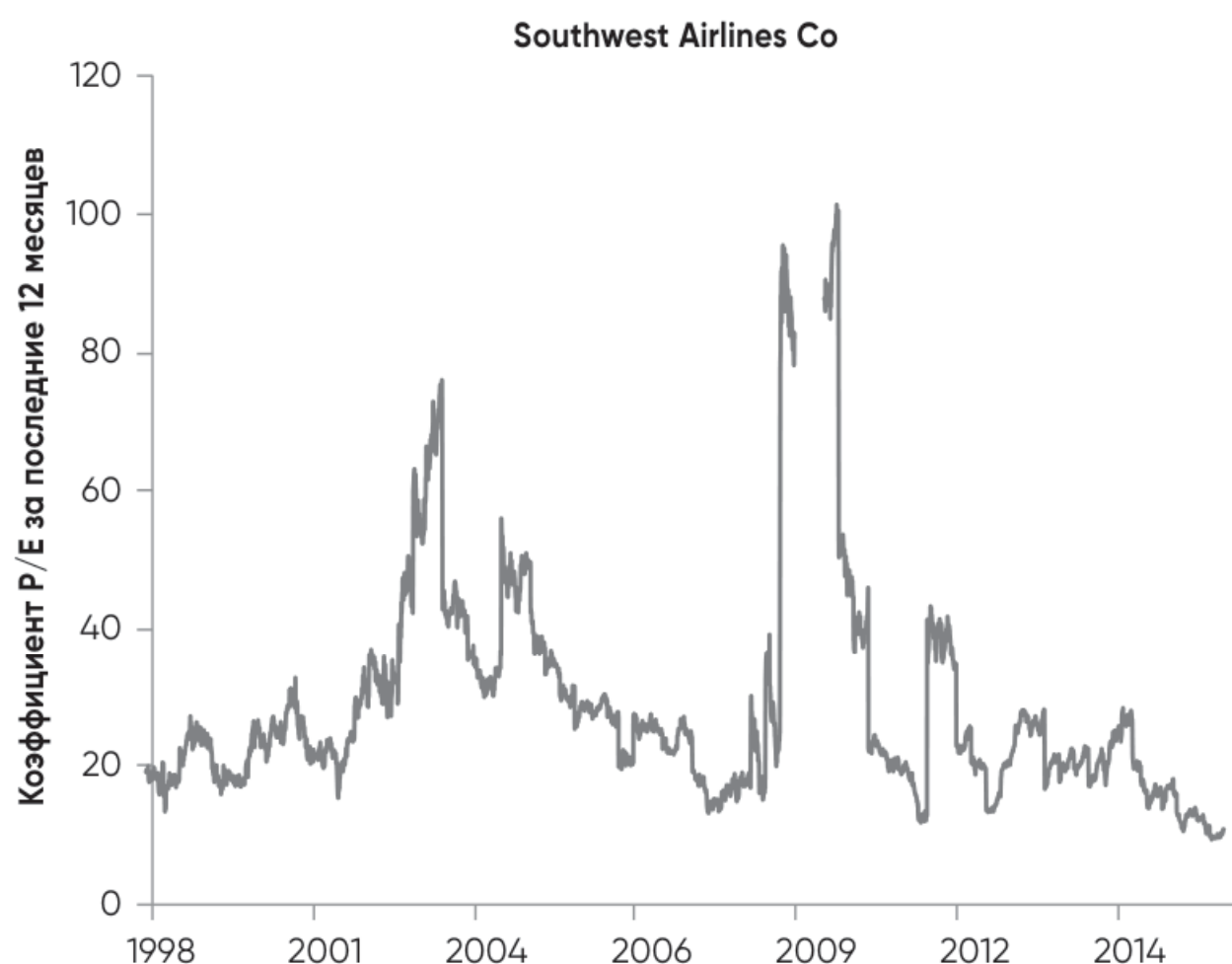


Рис. 9.2. Коэффициент P/E компании Southwest Airlines

Очевидно, что самые высокие значения коэффициента P/E у Southwest Airlines были во время низших точек цикла в 2003 и 2009 гг., хотя ее акции потеряли 50% по сравнению с предыдущими пиками. В сентябре 2016 г. казалось, что цена на акции низкая, поскольку они торговались при P/E менее 10. Однако высокая прибыль компании в последние годы во многом была обусловлена низкими ценами на нефть и достаточно хорошим состоянием экономики, и оба этих фактора могут измениться, если цены на нефть поднимутся или экономика замедлится. Исторические данные по прибыли на акцию показаны на рис. 9.3.

На графике видно резкое отклонение прибыли от общего тренда начиная с 2014 г., когда цены на нефть стали падать. Из-за необычно высокой прибыли коэффициент P/E стал низким, хотя цена на акции близка к историческому максимуму. Для оценки циклических компаний больше подходит коэффициент цена/продажи.

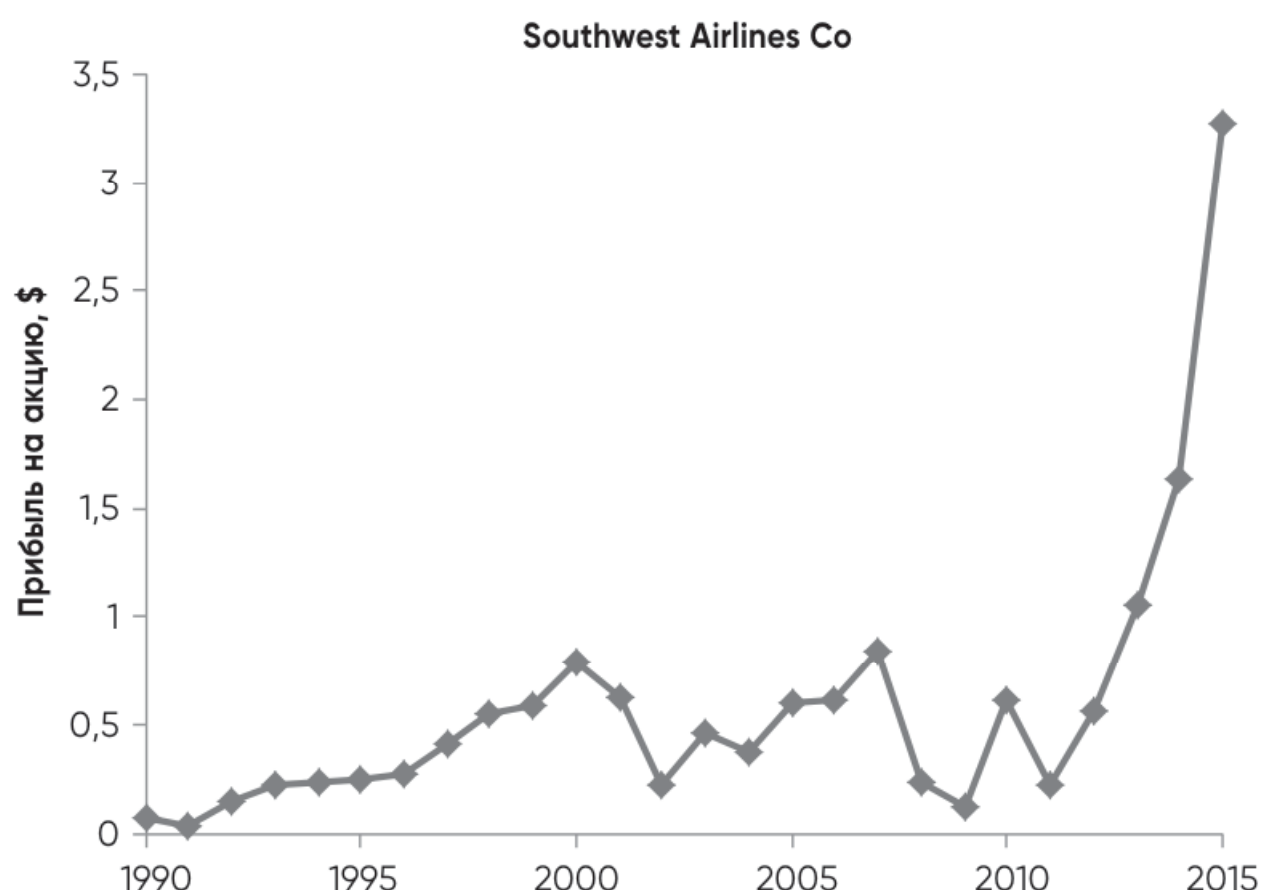


Рис. 9.3. Прибыль на акцию компании Southwest Airlines

Коэффициенты $EV/EBIT$ и $EV/EBITDA$ — это вариации коэффициента P/E , где EV — это стоимость предприятия, $EBIT$ — это прибыль до уплаты процентов и налогов, а $EBITDA$ — это прибыль до уплаты процентов, налогов, износа и амортизации. Пожалуй, эти коэффициенты позволяют более точно оценить стоимость по сравнению с коэффициентом P/E , потому что стоимость предприятия — это истинная цена, которую платит инвестор, поскольку как акционер он не только владеет денежными средствами, но и несет ответственность по долгам компании. Кроме того, прибылью до уплаты процентов и налогов сложнее манипулировать в бухгалтерской отчетности.

Линия прибыли Питера Линча

Для анализа коэффициента P/E Линч любит накладывать на график цены линию, которая в 15 раз превышает скользящую прибыль за 12 месяцев, и сравнивать положение этих

двух линий. Он назвал эту линию «линией прибыли», которая в настоящее время больше известна как «линия прибыли Питера Линча». График цены с линией прибыли на сайте GuruFocus.com называется «графиком Питера Линча». В своей отличной книге «Метод Питера Линча: Стратегия и тактика индивидуального инвестора» Линч использовал такие графики для иллюстрации стоимостной оценки акций. Он писал:

Чтобы быстро определить, переоценена ли акция, нужно сопоставить линию цены с линией прибыли. Тот, кто купил акции таких компаний роста, как Shoney's, The Limited или Marriott, когда цены значительно отклонились вниз от линии прибыли, и продал их, когда цены поднялись намного выше ее, наверняка получил неплохой выигрыш³.

Пример графика Питера Линча для компании General Dynamics Corp. (GD) приведен на рис. 9.4.



Рис. 9.4. График Питера Линча для компании General Dynamics Corp.

Мы видим, что в прошлом, когда цена акций General Dynamics опускалась ниже линии прибыли, она всегда возвращалась, чтобы пересечь ее и подняться выше. Как говорил Линч, инвестор может неплохо заработать, покупая акции General Dynamics, когда их цена опускается ниже линии прибыли, и продавая их, когда они поднимаются выше. Этот метод можно использовать для анализа акций многих компаний, особенно тех, которые стабильно получают прибыль в течение длительного времени.

График Питера Линча имеет ограничения в связи с тем, что линия прибыли строится при фиксированном коэффициенте $P/E = 15$, который не соответствует даже акциям голубых фишек, таких как CVS Health Corp., PepsiCo Inc, Johnson & Johnson и Procter & Gamble. Лучше использовать линию прибыли на основе исторического медианного значения коэффициента P/E , а не фиксированного числа 15. Историческое медианное значение коэффициента P/E может быть разным у разных акций. Например, в случае компании CVS более реалистичная линия прибыли получится при $P/E = 18,6$. Линия прибыли при $P/E = 15$ почти всегда ниже линии цены (рис. 9.5).

Причина, по которой реалистичная линия прибыли выше, по всей видимости, заключается в том, что процентная ставка в последнее десятилетие стала намного ниже, чем во времена, когда Линч возглавлял компанию Fidelity. Более низкая процентная ставка привела к росту номинальной стоимости всех акций.

В дополнение к линии прибыли для справедливого коэффициента P/E можно также провести линию прибыли для самого низкого и для самого высокого коэффициента P/E за всю историю компании. Например, ниже приведен график для компании CVS с линией прибыли для самого низкого коэффициента P/E , равного 10,4, и самого высокого коэффициента P/E , равного 27, с 2004 г. Очевидно, что покупка акций, когда



Рис. 9.5. График медианного значения коэффициента P/E компании CVS

линия цены приближается к самой низкой линии прибыли P/E, и продажа, когда линия цены приближается к самой высокой линии прибыли P/E, может принести очень хорошие результаты (рис. 9.6).

Кстати, используя функцию интерактивного графика на сайте GuruFocus.com, можно найти все исторические данные по коэффициентам P/E, прибыли на акцию, графикам Питера Линча и т. п.

Еще раз повторю, что график Питера Линча и линии прибыли на основе медианного значения коэффициента P/E хорошо работают для компаний с устойчивым ростом и прибылью, или для стабильных компаний, как называет их Линч⁴. Эти компании, как правило, работают в таких секторах, как производство потребительских товаров, здравоохранение

и энергетика, в которых спрос на товары или услуги относительно независим от экономических условий.

График Питера Линча не слишком подходит для анализа циклических отраслей: производства товаров промышленного назначения, химической промышленности, производства товаров длительного пользования и т. д.

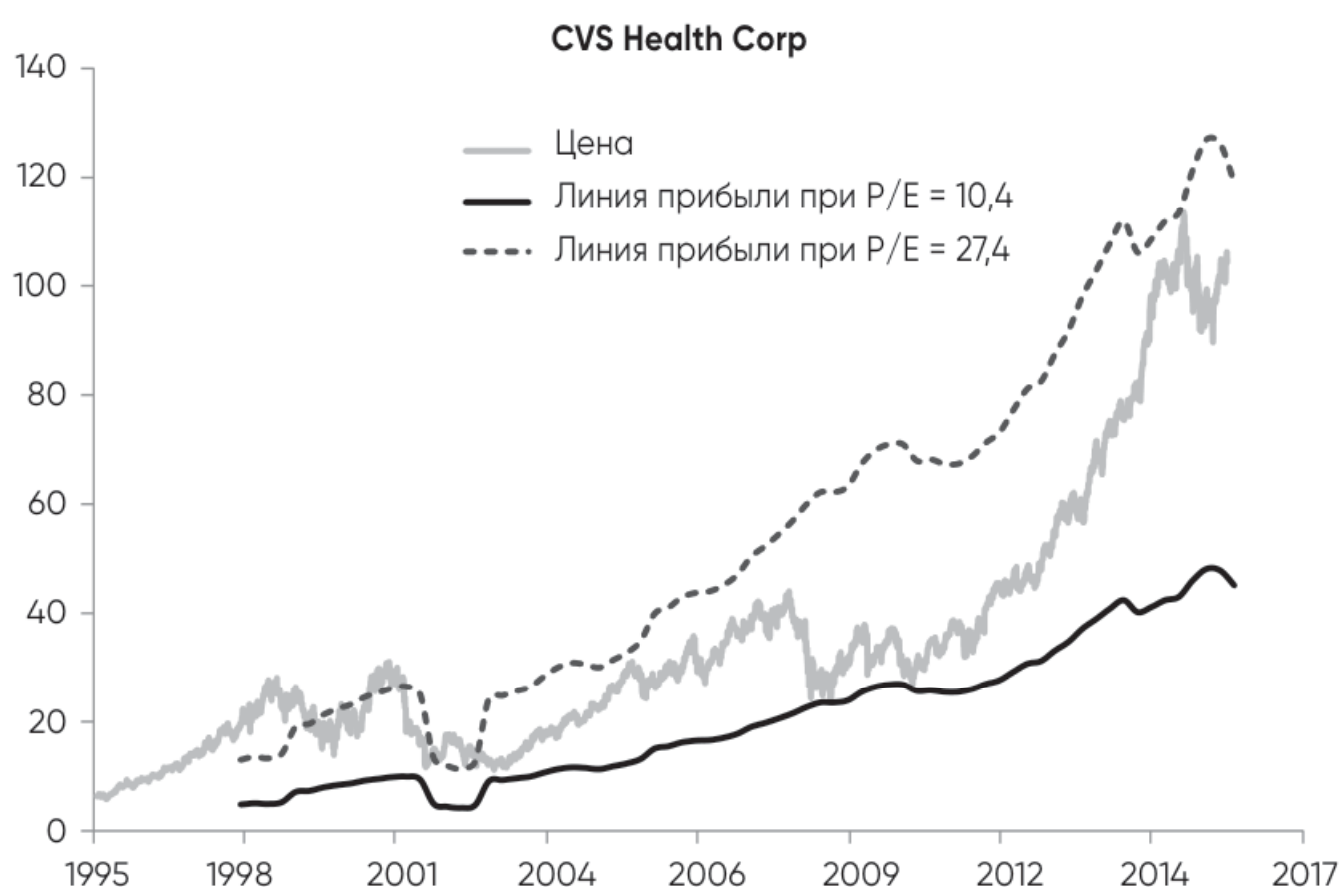


Рис. 9.6. График прибыли CVS при минимальном и максимальном коэффициенте P/E

В примере с авиакомпанией Southwest Airlines кажется, что у акций есть потенциал для роста, так как текущая цена, которая достигла исторического максимума, находится намного ниже линии прибыли при медианном значении коэффициента P/E, равном 23,25, как показано на рис. 9.7. Однако линия прибыли может быстро уйти вниз, если цены на нефть начнут расти или люди станут меньше путешествовать. Для циклических компаний коэффициент цена/продажи позволяет получить более точную картину с точки зрения динамики.

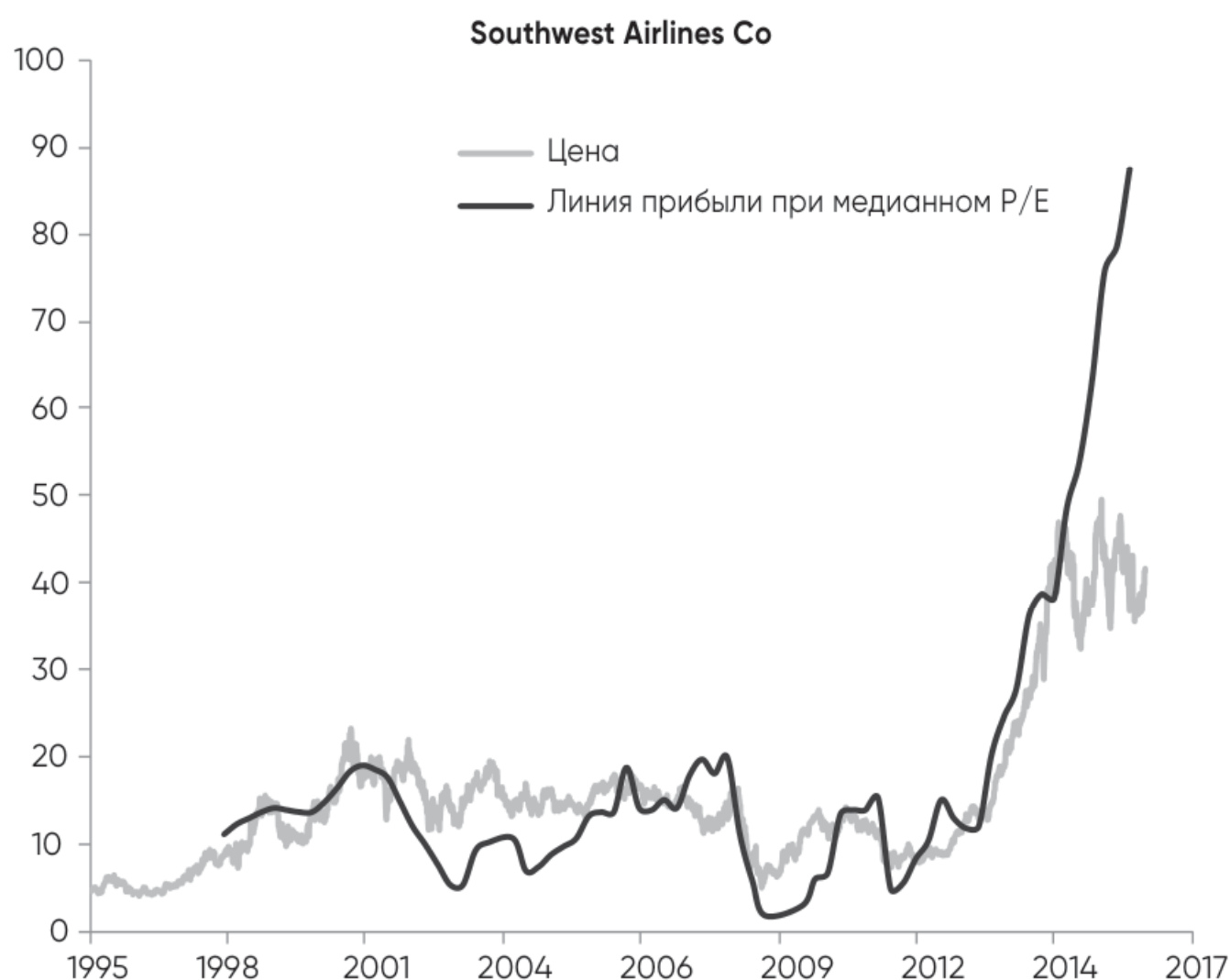


Рис. 9.7. График медианного значения коэффициента P/E компании Southwest Airlines

Коэффициент цена/продажи

Коэффициент P/S — отличный индикатор для оценки, если нужно отследить динамику показателей одной компании или сравнить акции разных компаний, работающих в одной отрасли. С помощью его мы не можем узнать, сколько времени потребуется инвестору, чтобы окупить свои вложения, как в случае с коэффициентом P/E, — он позволяет судить только о динамике изменения стоимости. Коэффициент P/S — отличный инструмент для оценки стоимости циклических компаний, для которых коэффициент P/E не очень эффективен. Коэффициент P/S более приемлем для циклических компаний, у которых со временем норма прибыли возвращается к среднему значению. Опять же, на примере компании

Southwest Airlines: хотя динамика ее прибыли похожа на американские горки, выручка компании растет относительно стабильно. Если заменить линию прибыли на основе медианного значения коэффициента P/E на линию прибыли на основе медианного значения коэффициента P/S на графике Питера Линча, то будет четко видно, когда нужно покупать акции, а когда продавать, как показано на рис. 9.8. В начале 2000-х гг. акции торговались намного выше медианной линии продаж. Инвесторам, которые купили акции в 2000 г., потребовалось свыше 14 лет, чтобы выйти в ноль. Те инвесторы, которые купили акции, когда цена на них была намного ниже медианной линии продаж, в 2009 и 2011 гг., получили очень хороший доход в течение следующих пяти лет. На предыдущем графике с линией прибыли, построенной на основе медианного значения коэффициента P/E, динамика была видна не настолько четко. В настоящее время цена акций Southwest Airlines выглядит справедливой с точки зрения исторических значений медианного коэффициента цена/продажи.

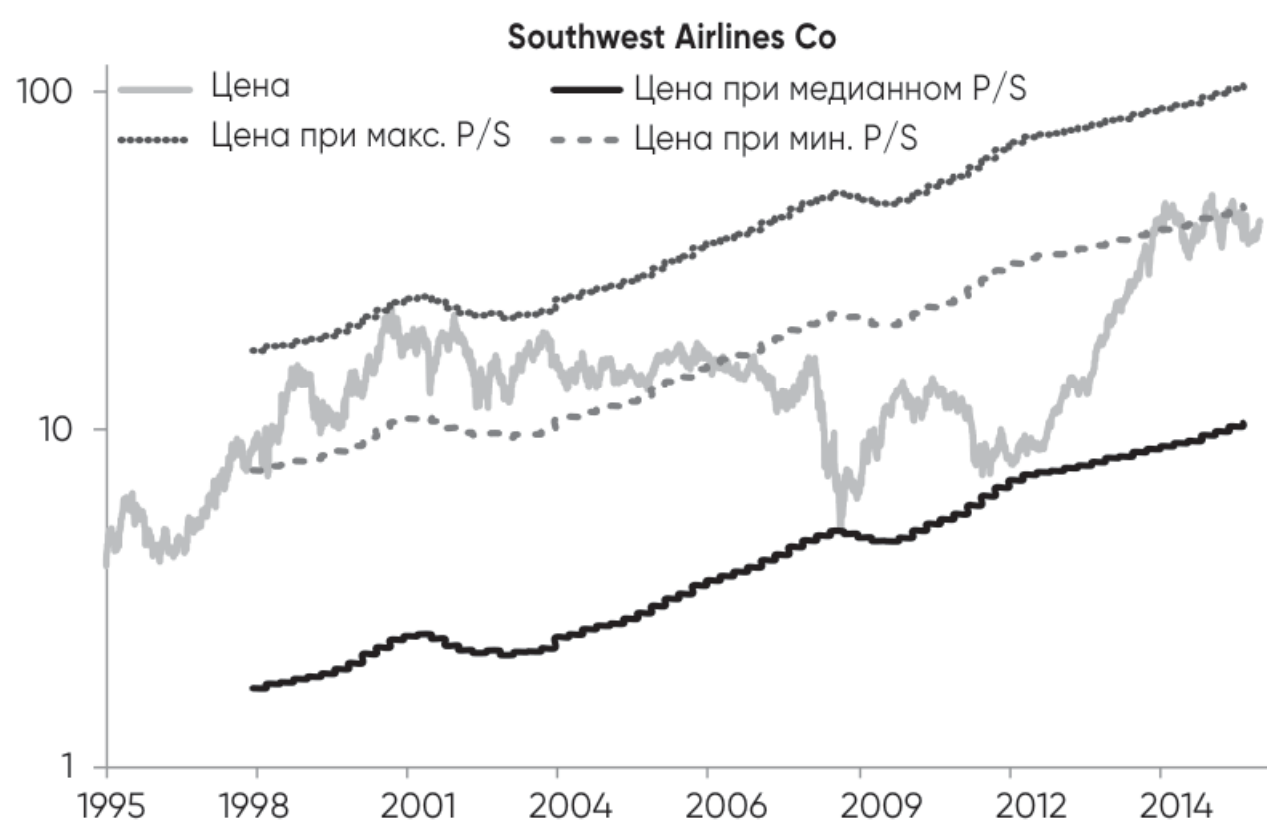


Рис. 9.8. Канал P/S для компании Southwest Airlines

Аналогично тому, как мы строили линию прибыли, можно построить линии продаж для максимального и минимального коэффициента P/S за определенный период времени. Эти линии образуют канал исторических значений коэффициентов P/S и позволяют понять, когда акции недооценены и их можно покупать.

Такой канал P/S эффективен как для стабильно работающих, так и для циклических компаний. На рис. 9.9 и 9.10 показаны каналы P/S для компаний Johnson & Johnson и Amazon. Цена акций фармацевтической компании Johnson & Johnson колебалась примерно в 3,5 раза сильнее, чем выручка на акцию, а акции компании Amazon торговались по цене приблизительно в 2,25 раза выше ее выручки на акцию.

Метод каналов P/S не работает для компаний, показатели которых стабильно снижаются, а коэффициенты P/S падают до нуля. Этот метод не работает для сырьевых компаний, таких как нефтяные компании, производители стали, золотодобытчики, к которым я вернусь позже в этой главе.

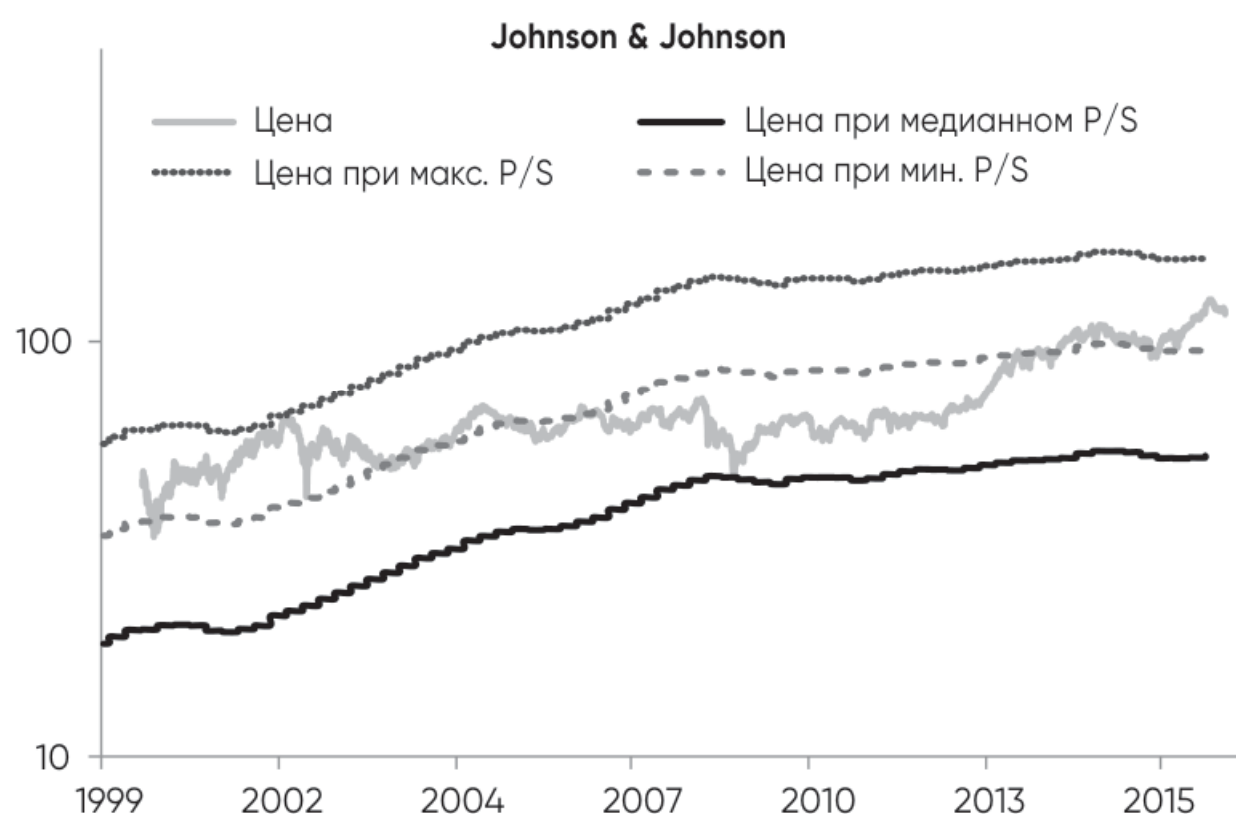


Рис. 9.9. Канал P/S для компании Johnson & Johnson



Рис. 9.10. Канал P/S для компании Amazon

Если коэффициент P/S применить ко всему фондовому рынку, то его можно использовать для оценки стоимости рынка в целом и прогноза доходности. В этом случае в качестве цены выступает общая рыночная капитализация всех торгуемых акций, а продажи равны ВВП страны. Именно так Уоррен Баффетт оценивает стоимость рынка в целом и прогнозирует будущую доходность. Более подробно мы поговорим об этом в следующей главе.

Коэффициент цена / балансовая стоимость

В отличие от коэффициентов P/E и P/S, которые представляют собой отношение цены к способности компании приносить прибыль, коэффициент P/B позволяет оценить акции с точки зрения собственного капитала компании. Он не дает никакой информации относительно ее деятельности. Он позволяет сравнить цену на акции с активами компании.

Бенджамин Грэм любил сравнивать цену акций с балансовой стоимостью компании и покупать акции, которые торгуются по цене ниже балансовой стоимости, т. е. имеют $P/B < 1$. Коэффициент P/B эффективен при анализе компаний, чья способность зарабатывать в большой степени зависит от основных активов компании.

Для компаний, которые не являются фондоемкими, таких как разработчики программного обеспечения или страховые компании, коэффициент P/B неэффективен. Такие компании, как Moody's и AutoZone, имеют отрицательный капитал, поэтому коэффициент P/B неприменим для них.

Коэффициент цена / балансовая стоимость эффективнее всего использовать для анализа финансовых компаний (например, банков и страховых компаний), что заслуживает более детального рассмотрения.

Коэффициент P/B и финансовые компании

Коэффициент цена / балансовая стоимость является самым полезным для оценки компаний, предоставляющих финансовые услуги, таких как банки и страховые компании. Финансовые компании ведут бухгалтерский учет в текущих ценах. Они обязаны учитывать свои активы по справедливой рыночной цене. Большая часть активов финансовых компаний торгуется на рынке и имеет рыночную цену. Поэтому такие статьи баланса, как активы и обязательства, отражаются по их текущей рыночной стоимости. Следовательно, стоимость собственного капитала в балансе финансовых компаний очень близка к чистой стоимости активов компаний на рынке в настоящий момент.

Можно также попытаться оценить банк или страховую компанию по их способности зарабатывать доход. Однако для финансовых компаний очень сложно выделить статьи,

необходимые для расчета: изменение оборотного капитала, капитальные затраты, задолженность и т. д. Кроме того, реальная прибыль и убытки банков и страховых компаний могут сильно отличаться от их отчетной прибыли. Резерв на покрытие убытков по кредитам в банках и резерв на покрытие убытков в страховых компаниях весьма субъективны, и они существенно влияют на отчетную прибыль. Реальная прибыль от текущей деятельности у них обычно неизвестна, и такая ситуация может сохраняться в течение многих лет до тех пор, пока в сложные для экономики времена не начнутся дефолты по кредитам у банков и потери у страховых компаний.

Хотя может показаться, что мы не оцениваем способность финансовых компаний приносить прибыль, если просто смотрим на их балансовую стоимость, на самом деле большая часть их способности приносить прибыль уже отражена в ценах их активов, будь то облигации, акции, ипотечные или другие ликвидные ценные бумаги. Облигация может продаваться по цене выше или ниже ее номинальной стоимости в зависимости от изменения процентной ставки и кредитного качества. Ипотечные кредиты банки продают друг другу по ценам, отражающим их способность приносить прибыль.

Таким образом, балансовая стоимость является достаточно точным показателем собственного капитала для финансовых компаний. Именно поэтому изменение балансовой стоимости на акцию — это первое, о чем Баффетт сообщает в своих ежегодных письмах акционерам. Особенно в первые годы работы компании Berkshire Hathaway, когда на страховую деятельность компании приходилась гораздо большая доля, Баффетт считал, что балансовая стоимость — хороший показатель внутренней стоимости акций. По мере того как компания Berkshire Hathaway расширяла свой портфель за счет вложений в нестраховые компании, такие как Burlington Northern

Santa Fe и Iscar, Mid-American Energy, ее внутренняя стоимость все больше отклонялась от балансовой стоимости. На рис. 9.11 показана цена акций компании Berkshire Hathaway относительно исторических каналов P/B, сформированных на основе цен при максимальном, медианном и минимальном значении коэффициента P/B. График дает четкое представление о стоимости акций и о времени покупки.

При оценке финансовых компаний по их балансовой стоимости обращайте внимание на качество баланса. Хотя балансовая стоимость в основном отражает текущую рыночную стоимость активов, рынок может сильно ошибаться в отношении цен на эти базовые активы. Когда доля дефолтов по кредитам становится больше запланированной или убытки страховых компаний превышают предусмотренные, рыночные цены на их активы могут резко падать. Такая ситуация сложилась во время финансового кризиса 2008 г., когда доктор Майкл Берри сделал принесшую ему состояние ставку против ипотечных ценных бумаг.

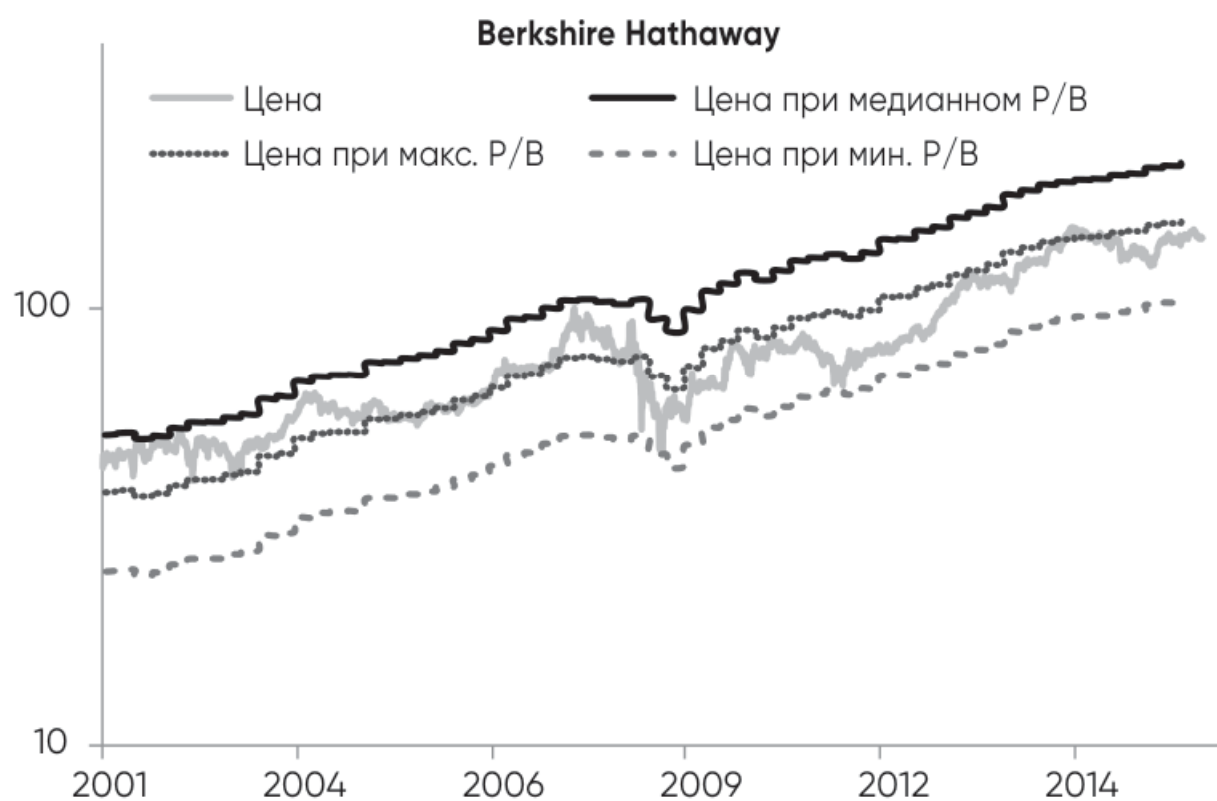


Рис. 9.11. Канал P/B для Berkshire Hathaway

Таким образом, когда речь заходит об инвестировании в акции финансовых компаний, основными показателями становятся качество активов, рост балансовой стоимости и коэффициент цена / балансовая стоимость. Акции с высококачественными активами и низким коэффициентом цена / балансовая стоимость обладают самой привлекательной оценкой.

Сырьевые компании

Ни один из описанных выше коэффициентов нельзя назвать эффективным для оценки сырьевых компаний, которые производят продукцию, используемую другими компаниями или потребителями. К подобной продукции относятся нефть и газ, а также такие металлы, как сталь, медь и золото, и сельскохозяйственная продукция: яйца, кукуруза или другие зерновые культуры. Такие компании, как правило, фондоемкие, и их активы — хороший показатель прибыльности и стоимости.

Хотя продукция сырьевых компаний может различаться по способу производства и потребления, у таких компаний есть одна общая черта: цена на их продукцию непредсказуема и компании не могут контролировать ее колебания. Их производственные издержки относительно независимы от цен на продукцию. Таким образом, их выручка и прибыль очень сильно зависят от цены на продукцию.

Это касается даже таких крупных компаний, как Exxon Mobile с достаточно диверсифицированным портфелем продукции и представленностью на разных рынках. На рис. 9.12 показаны квартальная чистая прибыль компании и цена на сырую нефть, которые тесно взаимосвязаны.

Сильная зависимость выручки и прибыли от непредсказуемых цен на сырьевые товары очень затрудняет оценку

производителей сырья. Инвестиции в сырьевые компании являются еще более проблематичными, поскольку сырьевой цикл не обязательно синхронизирован с экономическим циклом и циклом фондового рынка. Таким образом, даже при низких ценах на сырье и небольшой прибыли сырьевых компаний можно наблюдать, как раздуваются цены на их акции.

Такие коэффициенты, как P/E и P/S, не позволят судить даже об относительной стоимости этих компаний. Аналогично, такие методы оценки, как дисконтированные денежные потоки, не позволяют достоверно оценить внутреннюю стоимость компании, поскольку результат очень сильно зависит от прошлых и будущих цен на сырьевой товар. Для предсказания средней цены в следующем цикле бессмысленно использовать средние цены предыдущих циклов. При попытке оценить внутреннюю стоимость мы получим широкий диапазон, являющийся производной от будущих цен на сырье. Например, у аналитиков Уолл-стрит было 18 ценовых



Рис. 9.12. Цены на нефть и чистая прибыль компании Exxon

прогнозов по акциям компании United States Steel, которые варьировали от \$37 до \$7, в то время как акции торговались по \$16, по данным Barron's⁵.

Альтернативный метод оценки сырьевых компаний — использование коэффициента P/E Шиллера. Этот показатель был разработан профессором Йельского университета Робертом Шиллером для оценки индекса S&P 500⁶. Мы применили данную методику к акциям отдельных компаний. Данный коэффициент представляет собой отношение текущей средней цены акции к средней прибыли за последние 10 лет с учетом инфляции. Он сглаживает колебания цен на сырье и норму прибыли в течение цикла и дает более реалистичную картину стоимости акций.

Коэффициент P/B также является приемлемым индикатором для акций сырьевых компаний при анализе исторических данных. Причина в том, что, в отличие от выручки и прибыли, балансовая стоимость относительно стабильна. В целом цены на сырьевые товары в долгосрочной перспективе определяются рыночным спросом и предложением. Сырьевые компании не рассматривают временно низкие цены или маржу как основание для проведения переоценки, которая влияет на балансовую стоимость акций компании.

Коэффициенты P/E, P/B и P/E Шиллера для компании Chevron показаны на рис. 9.13. Акции компании Chevron невозможно оценить при помощи обычного коэффициента P/E, потому что прибыль в настоящее время отрицательная. Коэффициент взлетел до 150, потому что прибыль резко пошла вниз после 2015 г. Очевидно, что использовать этот коэффициент для оценки нет смысла. Коэффициенты P/B и P/E Шиллера дают правильную оценку исторической стоимости акций.

Лучше всего покупать акции сырьевых компаний, когда коэффициенты P/B и P/E Шиллера находятся в нижней точке

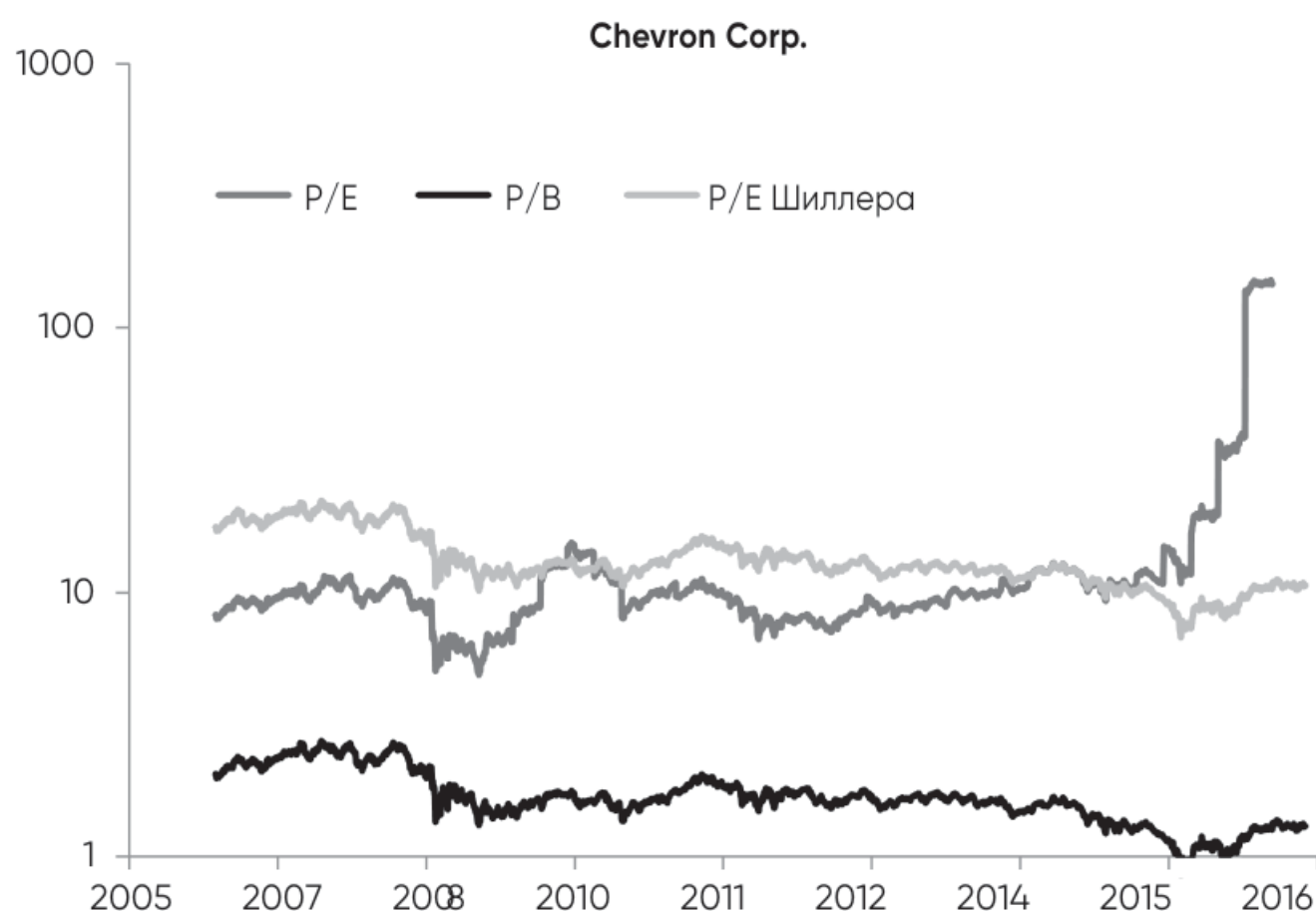


Рис. 9.13. Коэффициенты P/E, P/B и P/E Шиллера для компании Chevron

текущего цикла. Предпочтительнее компании с более сильным балансом, у которых более высокая норма прибыли и которые формируют достаточный резерв на плохие дни и торгуются с более низким коэффициентом P/B. Очень немногие сырьевые компании подходят для долгосрочного инвестирования. Лучшее время для продажи таких компаний, когда коэффициенты P/B и P/E Шиллера находятся в высшей точке текущего цикла, что обычно совпадает с максимальными ценами на сырье в рамках цикла.

Именно так поступил Баффетт с компанией PetroChina, крупнейшей нефтедобывающей китайской компанией. Он приобрел ее акции в 2002 г., когда нефть стоила \$20 за баррель, а коэффициент P/B акций PetroChina был примерно равен 1. Он продал акции в 2007 г., когда цены на нефть подскочили выше \$70, а P/B достиг 4, своего исторического максимума. В сентябре 2016 г. коэффициент P/B акций PetroChina был

равен приблизительно 0,7. Баффетт продал акции в идеальный момент времени. Однако в 2008 г. он использовал часть прибыли для покупки американской нефтедобывающей компании ConocoPhillips, когда цена на нефть была на рекордно высоком уровне. Вот что он написал в своем письме акционерам в 2008 г. несколько месяцев спустя:

Я купил большое количество акций ConocoPhillips, когда цены на нефть и газ были близки к своим максимумам. Я никак не ожидал резкого падения цен на энергоносители, которое произошло за последнее полугодие... Даже если цены вырастут, неудачный момент для покупки акций обошелся компании Berkshire в несколько миллиардов долларов⁷.

Более свежий пример — инвестор-миллиардер Карл Айкан, купивший бурового подрядчика компанию Transocean в 2013 г., когда цена на нефть держалась на уровне \$100 за баррель. Обвал цены на нефть привел к остановке буровых установок, что вызывало резкое падение выручки компании. Карл Айкан потерял около 80% вложенных средств и продал акции. Сырьевой рынок беспощаден при покупке на пике цикла.

Внутренняя стоимость

С помощью расчета внутренней стоимости инвесторы пытаются определить абсолютную стоимость компании и сравнить ее с ценой акций. Как говорилось в главе 5, внутренняя стоимость — это дисконтированная стоимость ожидаемого денежного потока, который может быть получен компанией в течение оставшегося срока ее существования. Источником денежного потока могут быть как прибыль от деятельности компании, так и доход от продажи ее активов. Таким образом,

внутренняя стоимость может быть рассчитана на основе прибыли компании, или чистых активов, которыми владеет компания, или комбинации прибыли и активов. Оценка стоимости может осуществляться на основе:

- чистых денежных средств;
- суперчистого оборотного капитала (NNWC);
- стоимости чистых оборотных активов (NCAV);
- балансовой стоимости;
- дисконтированного денежного потока (прибыли);
- числа Грэма;
- способности получать прибыль;
- справедливой стоимости Питера Линча;
- медианного значения коэффициента P/S.

Первые четыре подхода — чистые денежные средства, суперчистый оборотный капитал, стоимость чистых оборотных активов и балансовая стоимость материальных активов — базируются исключительно на активах компании. Они подробно обсуждались в разделе, посвященном стоимостному инвестированию, в главе 2. Первые три предназначены для расчета стоимости активов компании для срочной продажи и не учитывают другие активы компании и возможности получения прибыли.

Метод дисконтированного денежного потока (прибыли) был подробно описан в главе 5. Далее будут рассмотрены другие подходы.

Число Грэма

Число Грэма — это метод вычисления внутренней стоимости, названный в честь Бенджамина Грэма, основателя стоимостного инвестирования. Число Грэма рассчитывается следующим образом:

Число Грэма = квадратный корень из произведения ($22,5 \times$ балансовая стоимость на акцию \times прибыль на акцию).

Также этот показатель можно рассчитать следующим образом:

Число Грэма = квадратный корень из ($22,5 \times$ чистая прибыль \times акционерный капитал) / акции в обращении.

Однако сам Грэм не публиковал такую формулу. Тем не менее в книге «Разумный инвестор» он написал следующее по поводу критериев покупки⁸:

Текущая цена акции не должна превышать среднее значение прибыли за последние три года более чем в 15 раз.

Текущая цена акции не должна превышать ее балансовую стоимость, представленную в последнем отчете, более чем в 1,5 раза. Однако значение мультипликатора прибыли ниже 15 оправдывает более высокое значение мультипликатора активов. Мы предлагаем следующее правило: произведение этих коэффициентов не должно превышать 22,5. (Это значение соответствует произведению 15 для прибыли и 1,5 для балансовой стоимости. Это говорит о том, что выпуск акций продается по цене, всего в девять раз превышающей прибыль и в 2,5 раза стоимость активов и т. д.)

В отличие от таких методов оценки, как DCF, число Грэма зависит исключительно от результатов компании за последний год. В нем учитываются и активы компании, и ее способность приносить прибыль. Однако рост прибыли в оценке не учитывается.

В целом число Грэма — это очень консервативный способ оценки стоимости акций. Однако в связи с тем, что в нем

учитываются только последние данные о прибыли и балансовой стоимости, этот показатель не очень подходит для оценки циклических компаний. Он больше подходит для оценки нециклических компаний-производителей, которые получают прибыль, производя материальные вещи. Поскольку показатель не учитывает фактор роста при расчете, это искажает результаты растущих компаний. Его невозможно использовать для компаний с отрицательной балансовой стоимостью, и он может занижать стоимость нефондоемких компаний.

Способность приносить прибыль (EPV)

Величина прибыли (EPV) — это метод расчета внутренней стоимости, разработанный профессором Колумбийского института, экспертом по стоимостному инвестированию Брюсом Гринвальдом, который считает модель дисконтированных денежных потоков ненадежной, поскольку она сильно зависит от предположений о будущей рентабельности, затратах на привлечение капитала и темпов роста в будущем⁹. Он ищет эквивалентную стоимость активов компании исходя из ее способности приносить прибыль. Стоимость компании равна отношению нормализованной прибыли к затратам на привлечение капитала. Способность компании приносить прибыль определяется суммой стоимости компании и стоимости ее чистых активов.

Для устранения колебаний, вызванных циклами деловой активности, исторические норма прибыли, выручка и налоговая ставка усредняются хотя бы за период одного цикла, чтобы получить нормализованное значение способности приносить прибыль. Рост в данной модели не учитывается.

В отличие от метода DCF в EPV для расчета в целом используются только реальные финансовые данные. В данном случае нет необходимости делать предположения о темпах

роста и количестве лет роста. Однако, как и при любом другом расчете внутренней стоимости, используются определенные допущения, которые могут влиять на точность расчета. При использовании модели EPV допущения относительно затрат на привлечение капитала могут очень сильно повлиять на результаты. Оценка избыточного износа и амортизации также является субъективной.

Если у компании большой долг, то ее EPV может иметь отрицательное значение, как в случае с компанией Alliance Data Systems. Выручка и прибыль компании стабильно росла. Однако по состоянию на июнь 2016 г. ее долг приближался к \$12 млрд. Процентные платежи по долгу съедали почти треть операционной прибыли даже в условиях исторически низких процентных ставок. При такой высокой долговой нагрузке EPV была отрицательной. При этом похоже, что норма прибыли компании снижается. Вы еще помните о предупреждающих сигналах?

В главе 5 я объяснял эмпирическое правило Линча для определения справедливого коэффициента P/E: справедливый P/E для компании роста приблизительно равен росту ее прибыли. Его можно использовать для оценки справедливой цены для компаний роста. Мы имеем:

Справедливый коэффициент P/E = темп роста прибыли.

Обратите внимание, что в данном случае темпы роста выражаются в процентах, а не в десятых долях. Иначе говоря, если компания растет на 20% в год, мы используем темп роста прибыли равный 20, а не 0,2. Таким образом:

Справедливая стоимость Питера Линча =
= темп роста прибыли × прибыль.

В этом расчете следует использовать долгосрочные темпы роста прибыли. Для расчета темпов роста я предпочитаю

использовать темп роста прибыли до уплаты процентов, налогов, износа и амортизации. Это более точно отражает рост операционной деятельности и позволяет избежать неточностей, вызванных оценками износа и амортизации или разовыми искажениями прибыли в связи с прекращением деятельности, налоговыми событиями и т. д.

Справедливая стоимость Питера Линча эффективна для растущих компаний с темпами роста 15–25% в год. В наши дни этот показатель может занижать справедливую стоимость для медленно растущих компаний, так как процентная ставка намного ниже, чем была, когда Линч писал свою книгу.

Мне хотелось бы отметить, что справедливая стоимость Питера Линча отличается от оценки стоимости, полученной при анализе линии прибыли Питера Линча, где коэффициент P/E всегда равен 15. При расчете справедливой стоимости коэффициент P/E равен темпам роста, которые могут быть выше или ниже 15% в год.

Медианное значение коэффициента P/S

При использовании медианного значения коэффициента P/S мы предполагаем, что справедливая оценка акций находится на медиане его исторических значений. Чтобы сгладить влияние цикла деловой активности, мы анализируем исторические значения коэффициента «цена/продажи» за длительный период и находим медианное значение для этого периода. Для расчета на сайте GuruFocus принят 10-летний период.

Медианное значение коэффициента P/S рассчитывается следующим образом:

Стоимость по медианному P/S = суммарный годовой объем продаж / количество акций в обращении × 10-летнее медианное значение P/S.

Причина, по которой мы используем коэффициент «цена / продажи» вместо коэффициента «цена/прибыль» или «цена / балансовая стоимость», заключается в том, что прибыль и балансовая стоимость компании могут быть отрицательными, а коэффициент «цена/продажи» не зависит от нормы прибыли и применим к большему количеству ситуаций. Кроме того, выручка компании менее чувствительна к циклам деловой активности по сравнению с нормой прибыли и прибылью.

Как уже говорилось в разделе, посвященном коэффициенту P/S, цены акций исторически имеют сильную корреляцию с выручкой у многих компаний. Например, цена акций фармацевтической компании Johnson & Johnson колеблется на уровне, в 3,5 раза превышающем ее выручку на акцию последние 23 года. Для производителя тяжелого оборудования Caterpillar этот показатель составляет около 0,95, а для компании онлайн-розничной торговли Amazon — около 2,25. Эту корреляцию можно использовать для оценки текущей справедливой цены на акции.

Оценка справедливой стоимости по медианному коэффициенту P/S эффективна как для компаний со стабильными результатами и прибылью, так и для циклических компаний, чья норма прибыли колеблется вблизи постоянного уровня в долгосрочной перспективе (например, компания Caterpillar). Однако, если норма прибыли компании в долгосрочной перспективе отклоняется от своих прошлых значений, этот метод может завышать справедливую цену при снижении нормы прибыли или занижать ее при росте нормы прибыли. Например, если норма прибыли компании Amazon

вырастет в связи с тем, что ее более прибыльные «облачные» службы будут расти быстрее, чем другие направления деятельности, то цена ее акций может превысить долгосрочный средний уровень, который в 2,25 раза выше выручки на акцию.



Пусть вас не пугает такое большое количество подходов к оценке стоимости компании. Однажды, когда я демонстрировал расчеты, один инвестор сказал, что было бы здорово, если бы был единственный способ, применимый ко всем компаниям. К сожалению, все не так просто. Однако и не так сложно, если вы понимаете смысл этих расчетов.

Когда вы смотрите на цифры, думайте о бизнесе компании и ее результатах. Определите, от чего больше зависит стоимость компании — от ее способности приносить прибыль или от ее активов, растет ли компания и насколько устойчив этот рост, а затем используйте тот метод, который подходит лучше всего.

Если компания не приносит прибыль и не может генерировать положительный свободный денежный поток в течение всего бизнес-цикла, то она нежизнеспособна и, возможно, ее стоимость определяется ликвидационной ценой активов. Если компания приносит прибыль, ни один разумный владелец не станет продавать ее по ликвидационной цене. Ее стоимость будет оцениваться исходя из ее возможности генерировать денежный поток.

Мы можем протестировать эти подходы к оценке стоимости на нескольких известных компаниях. Стоимость рассчитывалась в сентябре 2016 г. Ставка дисконтирования для DCF равна 12%, а для EPV — 9%. Результат показан ниже.

Компания	Цена	Балансовая стоимость	Число Грэма	EPV	DCF	Справедливая стоимость Линча	Стоимость по медианному P/S
Apple Inc.	112	23	65	69	244	171	136
Amazon.com Inc.	829	35	49	30	43	101	508
General Dynamics Corp.	156	36	0	81	101	107	111
Alphabet Inc.	775	180	292	259	709	269	736
Microsoft Corp.	57	9	17	32	24	0	43
Netflix Inc.	97	6	6	9	0	0	44
Wal-Mart Stores Inc.	71	25	45	83	55	0	79
Wells Fargo & Co.	44	35	50	-8	0	0	44

Как было сказано в предыдущем разделе, балансовая стоимость хорошо подходит для оценки стоимости банков и страховых компаний. Среди этих компаний только Wells Fargo, один из крупнейших банков в США, торгуется по цене близкой к балансовой стоимости. Все остальные торгуются намного выше балансовой стоимости, как и должно быть. При расчете как числа Грэма, так и EPV используются значения стоимости активов и прибыли, однако не учитывается темп роста. Оба показателя занижают стоимость быстрорастущих компаний, таких как Apple и Alphabet, или нефондоемких компаний, таких как Microsoft. У компании General Dynamics отрицательная балансовая стоимость материальных активов, и для нее невозможно вычислить число Грэма.

Метод DCF можно применять только к компаниям, которые будут стабильно расти в обозримом будущем. Среди рассмотренных компаний стабильный рост демонстрировали Apple, Alphabet и General Dynamics. Похоже, что стоимость Apple занижается при использовании метода DCF, а вот акции Alphabet, General Dynamics и Wal-Mart оказываются переоцененными.

Ни один из этих методов оценки не смог обосновать цены на акции компаний Amazon и Netflix. Даже расчет по медианному коэффициенту P/S, который исходит из того, где торговались акции в прошлом, занижает текущие значения.

Чтобы лучше понять эти методы оценки стоимости, можно еще раз посмотреть на цену, которую Баффетт заплатил при покупке трех публичных компаний для Berkshire Hathaway после 2009 г. Berkshire приобрела компанию Burlington Northern Santa Fe в 2010 г., компанию Lubrizol — в 2012 г. и компанию Precision Castparts — в 2016 г. Цена, заплаченная Баффеттом, и стоимость, рассчитанная разными методами приблизительно в период объявления о сделке, представлены в таблице ниже. Если предположить, что Баффетт заплатил справедливую стоимость за свои приобретения, то оценка по балансовой стоимости, числу Грэма и EPV слишком консервативна — акции хороших компаний невозможно купить по таким ценам. Расчеты по методу DCF и справедливой стоимости Питера Линча позволяют получить вполне обоснованные оценки справедливой стоимости этих компаний, как показано в таблице ниже.

Компания	Дата	Цена приобретения	Балансовая стоимость	Число Грэма	EPV	DCF	Справедливая стоимость Линча	Стоимость по медианному P/S
Burlington Northern Santa Fe	Сент. 2009	100	35	68	17	91	103	69
Lubrizol Corp.	Сент. 2011	135	34	65	52	114	142	64
Precision Castparts Corp	Дек. 2015	250	81	31	79	249	169	210

Учтите, что до объявления о приобретении акции этих компаний торговались приблизительно на 30–40% ниже. Это маржа безопасности, на которую следует опираться, когда мы

сравниваем цену акций с результатами расчетов по методу DCF. Если применить этот подход к компаниям из предыдущей таблицы, ни одна из них не обеспечит маржу безопасности по методу DCF, за исключением Apple.

В таблице ниже приведены сводные данные по расчетам и применению этих методов вычисления внутренней стоимости.

Методы оценки	Активы	Способность приносить прибыль	Сочетание методов	Учет роста	Где применяется
Чистые денежные средства	x			Нет	Срочная продажа, компании, теряющие деньги
Суперчистый оборотный капитал	x			Нет	
Стоимость чистых оборотных активов	x			Нет	
Балансовая стоимость	x			Нет	Банки, страховые компании
Дисконтированный денежный поток (прибыль)		x		Да	Предсказуемая выручка и прибыль
Число Грэма			x	Нет	Фондоемкие компании
Способность приносить прибыль			x	Нет	Фондоемкие компании
Справедливая стоимость по Питеру Линчу		x		Да	Быстрорастущие компании
Медианное значение P/S				Нет данных	Стабильная средняя норма прибыли на протяжении нескольких циклов

Норма доходности

Оценка стоимости на основе доходности, как видно из названия, рассматривает потенциальную рентабельность инвестированного капитала. Хотя этот метод не столь популярен, как финансовые коэффициенты или оценка на основе внутренней стоимости, он дает непосредственное представление о доходности, которую инвестор может ожидать от инвестиций.

Оценка стоимости на основе доходности сфокусирована на способности инвестиций приносить доход. Ее основное преимущество заключается в возможности использовать для сравнения доходности разных видов инвестиций, таких как депозитные сертификаты, фонды денежного рынка, облигации и недвижимость. В принципе, инвесторам всегда следует инвестировать в активы, которые позволят получить самую высокую доходность с учетом риска.

Есть два способа расчета доходности акций: коэффициент доходности и форвардная норма доходности.

Коэффициент доходности

Коэффициент доходности — это просто величина, обратная коэффициенту P/E:

$$\text{Коэффициент доходности} = \text{прибыль/цена.}$$

Таким образом, если P/E акции равен 20, то ее коэффициент доходности равен 1/20, или 5%. С этой точки зрения прибыль от деятельности компании рассматривается как доход акционеров. Коэффициент доходности — это доходность на уплаченную цену. Доход не обязательно поступает в виде денежных средств. Он также может иметь вид денежных дивидендов, роста стоимости акций при выкупе, погашения долга и реинвестиций в бизнес.

Коэффициент доходности иногда рассчитывают как $EBIT/EV$, т. е. как отношение прибыли до уплаты процентов и налогов к стоимости компании. Это величина, обратная коэффициенту $EV/EBIT$, который является вариантом коэффициента P/E , о чем мы говорили выше. Преимущество такого расчета заключается в том, что он отражает истинную цену, уплаченную инвестором, с точки зрения стоимости компании. Недостаток заключается в том, что проценты и налоги являются реальными расходами акционеров, а результаты расчетов эффективны для сравнения компаний с аналогичными эффективными процентными ставками и ставками налогообложения.

При расчете коэффициента доходности совершенно не учитывается рост компании. Прибыль растущих компаний со временем увеличивается, и их стоимость растет. Этот фактор учитывается при расчете форвардной нормы доходности.

Форвардная норма доходности

Дональд Яктман использует форвардную норму доходности в своем инвестиционном подходе¹⁰. Он определяет ее как нормализованный свободный денежный поток плюс реальный рост плюс инфляция. Он рассматривает акции как облигации и поэтому считает, что есть смысл оценивать инвестиции по потенциальной доходности, как у облигаций.

Форвардная норма доходности рассчитывается по следующей формуле:

$$\text{Форвардная норма доходности} = \frac{\text{нормализованный свободный денежный поток}}{\text{цена} + \text{темпы роста}}.$$

Нормализованный свободный денежный поток равен среднему свободному денежному потоку компании в течение предыдущего рыночного цикла. Темпы роста определяет,

насколько быстро будет расти свободный денежный поток. Форвардная норма доходности акции тем выше, чем ниже ее цена или выше темп роста компании.



Применив этот расчет к американским компаниям розничной торговли, мы получим:

Компания	Коэффициент доходности, %	Коэффициент доходности (EBIT/EV), %	Форвардная норма доходности, %
Costco Wholesale Corp.	3,5	5,6	11,5
Dollar General Corp.	6,1	10,4	15,3
Dollar Tree Inc.	3,9	6,0	19,1
Target Corp.	7,8	10,2	6,0
Wal-Mart Stores Inc.	6,5	9,0	7,8

Во всех трех расчетах компания Dollar General кажется перспективнее других, потому что ее коэффициент доходности и форвардная норма доходности выше.

Коэффициент доходности и форвардную норму доходности можно рассчитать для всего рынка акций. Эти результаты можно использовать для сравнения с доходностью депозитных сертификатов, фондов денежного рынка и облигаций. Из-за волатильности и неопределенности вложений в акции инвесторы обычно требуют премию за риск по сравнению с безрисковой ставкой краткосрочных государственных облигаций. Кроме того, процентная ставка влияет на привлекательность рынка акций с точки зрения потенциальной доходности. Более подробно об оценке рынка мы поговорим в следующей главе.



Завершая эту главу, хочу отметить, что инвесторам не стоит слишком увлекаться стоимостными расчетами. Любые расчеты связаны с допущениями. Они верны только в том случае, если компания ведет себя так, как ожидается. В долгосрочной перспективе доходность инвестиций больше зависит от результатов деятельности компании, чем от оценки ее стоимости, за исключением случаев, когда стоимость стремится к экстремальным значениям. Больше внимания следует уделять поиску хороших компаний и покупке их по адекватной цене.

Глава 10

Рыночные циклы и оценка стоимости

После запуска сайта GuruFocus друзья и пользователи стали спрашивать меня, как поведет себя фондовый рынок на этой неделе, в этом месяце или в этом году. Мне жаль, что я не могу придумать ответ лучше того, что дал Дж. Морган: «Он будет колебаться».

Стоимостный инвестор не рассматривает рынок акций в целом. Для него существует только рынок тех акций, которыми инвесторы могут торговать. Движение рынка акций — это коллективное движение отдельных акций. Тем не менее многие игроки принимают решение на основе того, что другие делают на рынке, и их действия образуют волну, напоминающую фондовый рынок. К тому же, по мере того как все больше людей инвестируют индексные ETF, мало заботясь об отдельных акциях в этих фондах, акции на рынке начинают двигаться вместе в одном направлении. Возможно, это и есть тот рынок акций, о котором говорят люди.

Хотя я не могу предсказать движение рынка в краткосрочной перспективе, у меня есть что сказать даже стоимостным инвесторам, которые не уделяют слишком много внимания рынку в целом: 1) в долгосрочной перспективе рынок акций всегда растет; 2) у рынка акций есть циклы и 3) более высокие

цены на рынке означают более низкую доходность в будущем и наоборот. Понимание этих принципов может быть полезным в трудные времена.

В долгосрочной перспективе рынок всегда растет

В долгосрочной перспективе фондовый рынок в целом всегда растет. Это кажется очевидным. Однако инвесторы склонны забывать об этом, когда рынок лихорадит, хотя именно в такие моменты им больше всего нужна убежденность и оптимизм. Направление движения фондового рынка — это просто взлеты и падения общей рыночной стоимости компаний, которые прямо или косвенно обеспечивают нас всем необходимым для жизни. Со временем эти компании будут производить больше товаров и предоставлять больше услуг, поскольку население земли растет, а качество жизни улучшается. Средние цены на их продукцию вырастут из-за инфляции. Общая выручка и прибыль вырастут, и стоимость компаний со временем также возрастает.

Порой рыночная стоимость падает, иногда существенно, или на долгое время зависает на определенных уровнях. Кризисы на рынке могут быть болезненными. Средства массовой информации преподносят это так, будто скоро наступит конец света и все цены упадут до нуля. Однако, оглядываясь назад, мы понимаем, что любой кризис — это возможность очень выгодно вложить деньги в акции. Безусловно, рынок увидит еще не один кризис, но в долгосрочной перспективе люди будут потреблять больше товаров и услуг, чем сегодня. Экономика будет приносить больше прибыли и стоить больше. Доходность инвестиций обратно пропорциональна уплаченной цене. Чем меньше вы платите, тем более высокую доходность получаете. Обвал фондового рынка — это не что иное,

как время, когда другие участники рынка готовы продать вам акции, стоимость которых вырастет в будущем, по дешевке, и таким образом предоставить возможность получения огромного дохода. Покупка акций в момент их массовой продажи позволяет получить намного больше от инвестиций.

Именно так сделал свое состояние в XVIII в. барон Ротшильд. Ему принадлежит крылатое выражение: «Покупай, когда на улицах льется кровь, даже если она твоя». Сэр Джон Темплтон сорвал куш во время Великой депрессии, купив по 100 акций всех компаний, котировавшихся на Нью-Йоркской фондовой бирже, которые продавались меньше чем за доллар.

И Темплтон, и Баффетт предсказывали, что к концу века индекс Dow Jones Industrial Average превысит значение 1 000 000. В настоящее время он равен приблизительно 20 000, 1 000 000 кажется астрономическим числом, но, чтобы достичь его к 2100 г., индекс должен расти всего на 4,8% в год, что намного ниже средних темпов роста индекса в прошлом столетии.

Разумеется, большинство читающих сейчас эту книгу вряд ли будут живы в 2100 г. Как сказал Джон Кейнс: «В долгосрочной перспективе мы все умрем». Однако мы все можем пройти часть этого пути до миллионной отметки. В долгосрочной перспективе рынок акций всегда растет. Хотя это кажется очевидным и понятным, крайне важно помнить об этом, когда нужно действовать, преодолевая страх.

Рост будет циклическим

Хотя в будущем рынок вырастет, его рост не будет непрерывным. Рынок всегда напоминает американские горки со взлетами и падениями, которые каждый раз заканчиваются на чуть более высоком уровне. В темные времена люди

склонны забывать, что рано или поздно все равно выйдет солнце, а в хорошие времена — что солнце не может светить бесконечно. Все циклично.

Говард Маркс сравнивал фондовый рынок с маятником, который колеблется между крайними положениями от эйфории до депрессии и от недооцененного рынка к переоцененному¹. Как и физический маятник, рынок меньше всего времени находится посередине. После окончания Второй мировой войны индекс S&P 500 пережил 10 медвежьих рынков, определяемых как падение цены на 20% и более. Кроме того, у индекса S&P 500 было 24 коррекции, определяемых как падение цены на 10% и более. Он прошел через такое же количество бычьих рынков, с периодами, в течение которых его значение индекса удваивалось без коррекции.

Основная причина цикличности фондового рынка заключается в цикличности самой экономики, в основе которой лежит поведение людей. На рис. 10.1 показаны индекс

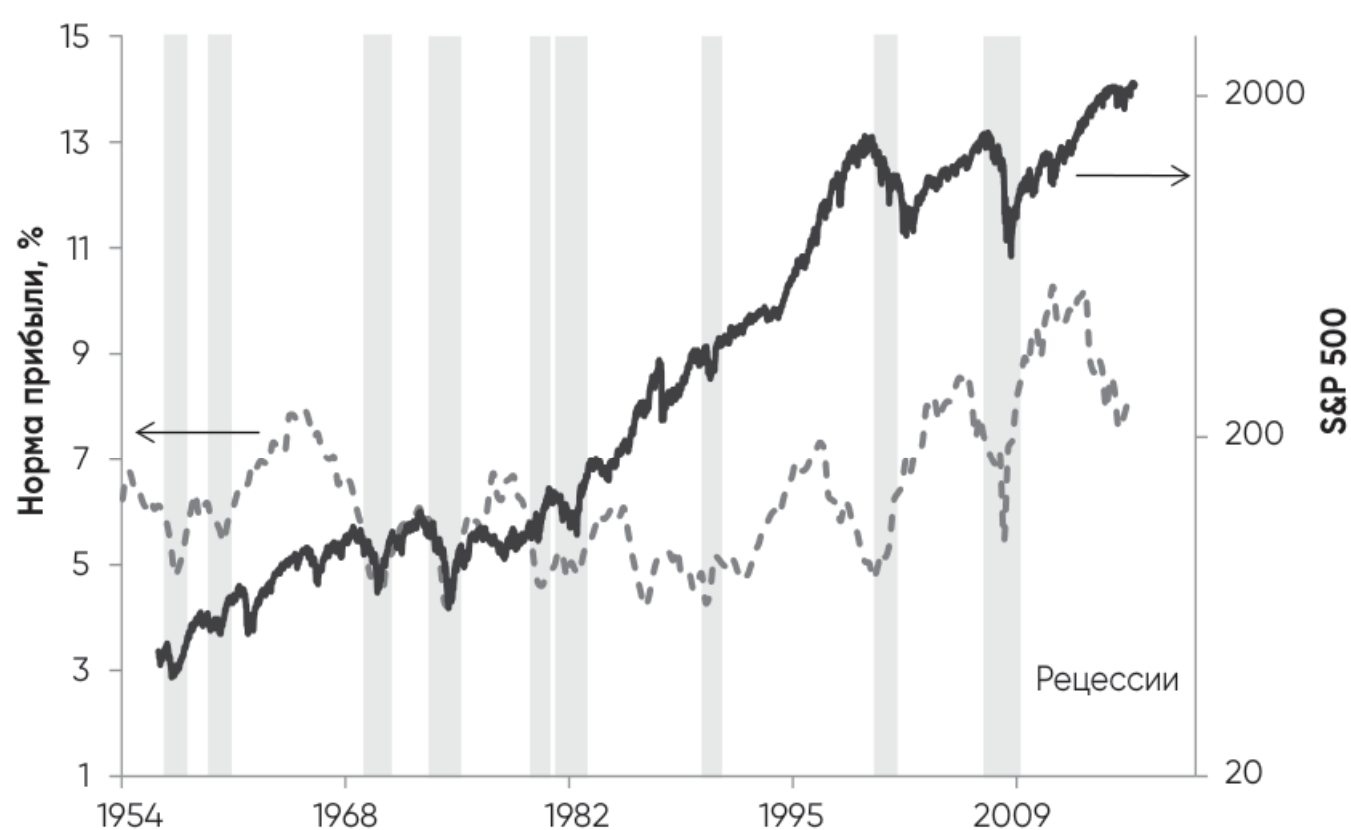


Рис. 10.1. Норма прибыли и индекс S&P 500

Источник: сайт GuruFocus.com 03.10.2016.

S&P 500, историческая норма прибыли американских компаний после налогообложения, а также периоды рецессии после Второй мировой войны. Очевидно, что норма прибыли американских компаний циклична. Компании продолжают проходить через циклы расширения и сжатия нормы прибыли. Периоды сжатия, как правило, связаны с периодами экономической рецессии, которые обычно ведут к падению рынка. После Второй мировой войны экономика США пережила 11 рецессий, и практически все они приводили к падению рынка акций. Во время рецессий норма прибыли сжимается, прибыль невысокая, слабые компании становятся банкротами, а более сильные вынуждены сокращать персонал, чтобы выжить в условиях падения продаж и прибыли. Новости плохие, у инвесторов мало денег, они пессимистичны и не хотят покупать. Фондовый рынок идет ко дну.

Но затем он всегда восстанавливается. В периоды рецессии и медвежьего рынка акции недооценены и меньше свободного капитала, чтобы конкурировать за широкие инвестиционные возможности. Потенциальная доходность таких инвестиций увеличивается. Стоимостные инвесторы видят возможности и начинают вкладывать средства. За ними тянутся сначала кучка самых отважных, а затем толпа, которая наблюдала за успехами первопроходцев и теперь считает, что инвестировать безопасно. Цены продолжают расти, и все больший объем капитала поступает на рынок в погоне за прибылью. По мере роста цен потенциальная доходность начинает сокращаться. Риск становится недооцененным. Однако рынок продолжает движение до тех пор, пока толпа инвесторов не осознает, что несет непредвиденные убытки. Начинается фаза падения рынка. Цикл повторяется снова и снова.

Как инвесторы, мы должны всегда помнить о неизбежности цикличности и быть в курсе нашего положения в цикле. В период роста рынка и привлекательной доходности

инвестиций рыночная стоимость может сместиться в зону переоцененности. Для переоцененного фондового рынка характерны избыточные капиталовложения и избыток производственных мощностей в бизнесе. Когда акции переоценены, их цена чувствительна к плохим новостям. Плохие новости в экономике провоцируют спад на рынке. Стоимость возвращается к среднему значению, и маятник начинает движение в противоположную сторону.

Пунктирная линия на графике (рис. 10.1) — это норма корпоративной прибыли, которая является хорошим индикатором нашего положения в текущем экономическом цикле, начавшемся в 2009 г. Мы видим пик выше 10% в 2011–2013 гг. В октябре 2016 г. норма прибыли составляла около 8%, и тренд ее движения нисходящий.

Оценка рынка

Еще одним важным параметром для наблюдения является общая стоимость рынка. Как и акциями отдельных компаний, рынок можно оценить при помощи коэффициентов P/E и P/S. Однако, как и циклические компании, вся экономика в целом циклична. Во время рецессий норма прибыли низкая, а прибыль невысокая. Коэффициент P/E искажает оценку рынка. Учитывающий цикличность коэффициент P/E Шиллера является лучшим индикатором для оценки рынка. Ежедневно обновляемый коэффициент P/E Шиллера можно найти на сайте [GuruFocus.com](http://www.gurufocus.com/shiller-PE.php) по ссылке: <http://www.gurufocus.com/shiller-PE.php>.

Среднее историческое значение коэффициента P/E Шиллера составляет 16,7. В феврале 2017 г. коэффициент находится на отметке 28,6, что на 71% выше исторического среднего значения. Сегодня он находится приблизительно на том же уровне, что и осенью 2007 г., перед началом финансового

кризиса. За весь период наблюдений коэффициент P/E Шиллера был выше, чем сейчас, только на пике перед Великой депрессией и во время пузыря доткомов. За последние два десятилетия коэффициент P/E Шиллера никогда не опускался ниже исторического среднего значения, за исключением краха рынка в 2009 г.

Баффетт предпочитает проводить оценку рынка с помощью коэффициента P/S. В данном случае цена равна общей рыночной стоимости всех компаний США, а продажи — валовому национальному продукту (ВНП) США. Следовательно, это отношение общей рыночной капитализации к ВНП. Баффетт считает этот коэффициент «вероятно, лучшим показателем того, как соотносится рыночная цена со справедливой стоимостью в каждый момент времени»².

Поскольку это коэффициент P/S, он не позволяет напрямую судить о том, переоценен рынок или недооценен. Однако можно сравнить текущее значение коэффициента с историческими данными. Также можно использовать расчет возврата к среднему для прогноза будущей доходности всего рынка.

В расчетах на GuruFocus.com³ в качестве объема продаж мы используем валовой внутренний продукт (ВВП) вместо ВНП, потому что данные по ВВП обновляются быстрее. Хотя эти два показателя имеют разные значения, и тот и другой характеризуют уровень производства в экономике, и их различия минимальны. В качестве общей рыночной стоимости всех американских компаний мы используем индекс Wilshire 5000 Full Cap Price Index, который включает в себя все государственные и частные компании. Причина в том, что мы можем получать ежедневные значения этого индекса, в то время как данные об общей рыночной стоимости всех американских компаний обновляются ежеквартально. Наш расчет дает отличные от общей рыночной стоимости абсолютные значения

по сравнению с расчетом по ВВП, но при сравнении с собственными историческими значениями этот коэффициент позволяет получить аналогичную картину и выводы, если использовать общую рыночную цену всех американских компаний.

На рис. 10.2 показано отношение общей рыночной капитализации к ВВП с 1971 г. Видно, что в течение последних четырех десятилетий этот коэффициент колебался в очень широком диапазоне. Самая низкая точка была около 35% во время предыдущей глубокой рецессии 1982 г., а самая высокая точка (148%) — во время технологического пузыря в 2000 г. Рынок прошел путь от крайней недооцененности в 1982 г. до крайней переоцененности в 2000 г. Среднее значение — 78%. В октябре 2016 г. коэффициент находится на уровне 120%, что примерно на 55% выше исторического среднего значения. В настоящее время его значение выше, чем перед кризисом 2007 г. Более высокий пик был только в 2000 г.



Рис. 10.2. Общая рыночная капитализация и ВВП

Источник: сайт GuruFocus.com 18.10.2016.

И коэффициент P/E Шиллера, и отношение общей рыночной стоимости к ВВП свидетельствуют о том, что по состоянию на февраль 2017 г. рынок значительно переоценен. Но основная проблема — это процентная ставка. Никогда в истории процентная ставка не была столь низкой. Если она останется на этом же уровне, то рынок может быть не настолько переоцененным, как кажется.

И динамика нормы прибыли, и оценка стоимости рынка говорят о том, что в настоящее время мы находимся на последней стадии этого цикла, хотя и невозможно сказать, когда наступит спад. На этой стадии цикла инвесторам необходимо действовать очень осторожно и быть финансово и психологически готовыми к возможному спаду. И не забудьте обновить список акций, которые хотелось бы купить!

Ожидаемая будущая рыночная доходность

Хотя с помощью оценки рынка мы не можем узнать, когда начнется спад или как поведет себя фондовый рынок в краткосрочной перспективе, она полезна для выяснения, какую доходность на рынке ожидать в будущем. Тестирование на прошлых результатах дает удовлетворительные результаты.

Будущая доходность фондового рынка в целом определяется следующими тремя факторами.

1. Рост бизнеса

Когда мы анализируем конкретные компании, их стоимость определяется тем, какое количество денег могут они принести. В основе роста стоимости компании лежит рост ее прибыли. Рост стоимости компании отражается в цене акций, если рынок признает эту стоимость, что он всегда делает в конечном счете. Если посмотреть на экономику в целом, то рост

стоимости всего фондового рынка обусловлен ростом прибыли компаний. В долгосрочной перспективе прибыль компаний растет с той же скоростью, что и экономика.

2. Дивиденды

Дивиденды — важная часть инвестиционного дохода. Дивиденды выплачиваются из прибыли в денежной форме. При прочих равных условиях более высокий коэффициент выплаты дивидендов, в принципе, должен приводить к более низким темпам роста. Поэтому, если компания выплачивает дивиденды при одновременном росте прибыли, дивиденды являются дополнительной статьей дохода акционеров помимо повышения стоимости компании.

3. Изменение рыночной стоимости

Хотя стоимость компании не может измениться за один день, цена ее акций вполне на это способна. В долгосрочной перспективе рыночная оценка возвращается к своему среднему значению независимо от того, измеряется ли она коэффициентами P/E, P/S, P/B или как-то еще. Более высокая текущая оценка стоимости определенно коррелирует с более низкой доходностью в долгосрочной перспективе. И наоборот, более низкая текущая оценка коррелирует с более высокой доходностью в будущем.

Итак, на какую доходность рынка можно рассчитывать исходя из текущей оценки? Учитывая вклад всех трех факторов, доходность инвестиций можно оценить по следующей формуле:

$$\text{Доходность инвестиций (\%)} = \text{дивидендная доходность (\%)} + \\ + \text{рост компании (\%)} + \text{изменение стоимости (\%)}.$$

Две первые переменные в уравнении очевидны. Третья может быть вычислена, если мы знаем рыночные коэффициенты на начало и конец рассматриваемого периода (T). Если

предположить, что начальный коэффициент равен R_b , а конечный коэффициент — R_e , то изменение стоимости можно вычислить по следующей формуле:

$$(R_e/R_b)^{1/T} - 1.$$

Таким образом, доходность инвестиций равна:

$$\begin{aligned} \text{Доходность инвестиций (\%)} = & \text{дивидендная доходность (\%)} + \\ & + \text{рост компании (\%)} + (R_e/R_b)^{1/T} - 1. \end{aligned}$$

С помощью этого уравнения можно рассчитать вероятную будущую доходность рынка акций исходя из текущего уровня оценки R_b . В расчете период времени T , который мы использовали, составил восемь лет, что примерно соответствует продолжительности полного экономического цикла. Взяв для расчета восемь лет, мы предполагаем, что при полном рыночном цикле оценка рынка вернется к своему среднему историческому значению (R_e). Это среднее значение равно приблизительно 78%, если для расчета коэффициента общей оценки рыночной стоимости использовать отношение общей рыночной капитализации к ВВП.

Расчетная ожидаемая доходность показана на рис. 10.3. Для проверки этой модели также показана фактическая доходность. Фактическая доходность рассчитывается на основании фактических значений индекса Wilshire 5000 Full Cap Price Index. Чтобы узнать фактическую доходность за 1990 г., мы рассчитали комбинированную годовую доходность индекса с 1990 по 1998 г. На данный момент фактические данные о доходности могут быть рассчитаны только до 2008 г., поскольку самые последние доступные данные по индексу Wilshire 5000 Full Cap Price Index датируются 2016 г.

Видно, что расчеты довольно близко предсказывают тенденцию доходности фондового рынка. Для 1970-х и начала 1980-х гг. расчетная доходность была выше, чем фактическая



Рис. 10.3. Ожидаемая и фактическая доходность

Источник: сайт GuruFocus.com 07.10.2016.

рыночная доходность. Для конца 1980-х гг. и 1990-х гг. расчетная доходность была ниже. Расхождение может быть вызвано колебаниями процентных ставок. В 1970-х гг. процентная ставка быстро росла и фондовый рынок был вынужден противодействовать порывам встречного ветра. Со снижением процентных ставок в 1980-х гг. ветры фондового рынка переменились на попутные и доходность стала выше ожидаемой.

Начиная с середины 1990-х гг. долгосрочная процентная ставка, измеряемая доходностью десятилетних казначейских облигаций, опустилась ниже 6%. Фактическая доходность была очень близка к прогнозируемой.

По состоянию на февраль 2017 г. расчеты показывают, что в течение следующих восьми лет доходность фондового рынка, скорее всего, будет равна $-0,5\%$ годовых, включая

дивиденды. Исходя из этого картина будущей доходности фондового рынка выглядит очень бледно. Столь низкая доходность прогнозировалась только на пике технологического пузыря в 2000 г.

Не исключено, что расчеты слишком консервативны, так как я предполагаю, что коэффициент оценки стоимости рынка вернется к своему среднему с 1970 г. значению на уровне 78%, хотя сравнение фактической доходности с прогнозируемой не подтверждает этого. Если процентные ставки останутся на сегодняшнем низком уровне, то коэффициент оценки стоимости рынка может остаться на более высоком уровне. Если через восемь лет отношение общей рыночной стоимости к ВВП останется на текущем уровне 120%, то ожидаемая доходность будет намного выше 5% в год. Если это отношение будет посередине между историческим средним и текущим значениями, то прогнозируемая доходность будет чуть выше 2%, т. е. в течение следующих восьми лет рынок будет находиться в боковом тренде, если в расчетах не учитывать дивиденды.

Однако это не означает, что на фондовом рынке не будет инвестиционных возможностей. Фондовый рынок остается цикличным, как всегда. Возможно, сейчас он находится близко к одному из пиков. Он может качнуться в противоположную сторону быстрее, чем инвесторы подготовятся к этому. Это открывает потрясающие возможности для тех, кто понимает цикличность и готов действовать. На пике пузыря доткомов в 2000 г. расчетная ожидаемая доходность была близка к нулю, что и произошло в следующем десятилетии. Однако на протяжении тех 10 лет экономика и рынок прошли через два цикла спада, которые привели к снижению стоимости и росту прогнозируемой доходности до значительно более высоких уровней, реализовавшихся в последующие годы. Можно с уверенностью утверждать, что в течение

следующего десятилетия рынок пройдет еще через несколько циклов падения. Цикличность никогда не исчезает. Придет время, когда ситуация на рынке снова будет предполагать более высокую доходность.

Естественно, гораздо меньше людей заинтересованы в покупке акций во время краха фондового рынка, поскольку новости плохие, а падение может продолжиться, даже если оценка выглядит более привлекательной, а прогнозируемая доходность выше. Если вы заинтересованы в покупке, но хотите обрести уверенность, посмотрите на то, что делают инсайдеры.

Поведение инсайдеров

Во время кризиса на рынке инсайдеры, такие как руководители компании и члены совета директоров, в целом действуют гораздо рациональнее обычных инвесторов. Это не удивительно: у них больше опыта и информации о компании и они могут лучше использовать общедоступную информацию для анализа состояния дел. Важнее, однако, то, что они рискуют собственными деньгами. Одно из исследований показало, что инсайдеры в основном предпочитают стоимостную стратегию инвестирования. Они являются чистыми покупателями акций с относительно низким коэффициентом P/E и чистыми продавцами акций с относительно высоким коэффициентом P/E и склонны продавать больше, когда рыночная цена высока, и покупать больше во время распродажи на рынке. Сразу после черного понедельника 19 октября 1987 г., когда индекс Dow Jones потерял 22,6%, инсайдеры стали активно покупать (90% из них были покупателями). А 20 октября 1987 г. число инсайдеров, купивших акции, было больше, чем в любой другой день за весь период с 1975 по 1989 г.⁴ Учитывая информацию, которой владели инсайдеры о своих

компаниях, такое поведение свидетельствовало, что крах был иррациональной реакцией на снижение цен акций в течение предыдущих двух недель. Инсайдеры быстро сориентировались, чтобы воспользоваться этой возможностью.

Данные за последнее десятилетие показывают, что поведение инсайдеров не изменилось по сравнению с тем, что было 30 лет назад. Инсайдеры не присоединяются к толпе во время сброса акций на рынке. На рис. 10.4 показаны совокупные ежемесячные продажи инсайдеров с 2004 г. Учитывались только продажи инсайдеров на открытом рынке. Ни количество проданных акций, ни суммы в долларах не взвешивались.

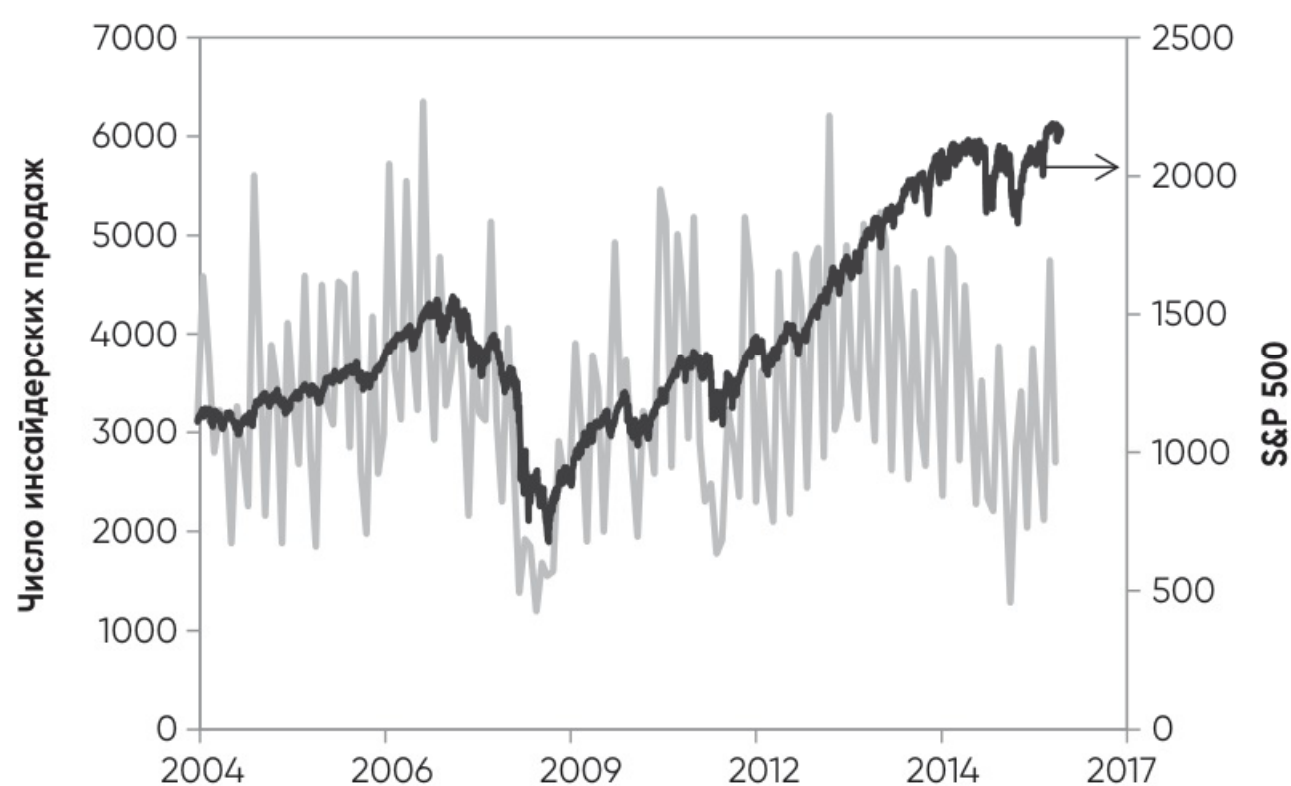


Рис. 10.4. Продажи инсайдеров

Также для сравнения на графике приведен индекс S&P 500. Интересно, что график инсайдерских продаж по форме сильно напоминает график индекса S&P 500. На пике рынка, в 2007 г., объем продаж инсайдеров был максимальным. Меньше всего они продавали на рынке во время самого худшего периода финансового кризиса с сентября 2008 г. по апрель 2009 г.,

во время угрозы прекращения работы правительства США в августе 2011 г. и в период коррекции рынка с конца 2015 г. до начала 2016 г.

Инсайдеры не только не склонны продавать на рыночных минимумах, но и по мере падения рынка покупают больше, а это прямо противоположно тому, что делает широкий рынок. На рис. 10.5 показано количество покупок инсайдеров на открытом рынке с 2004 г. Объемы покупок растут по мере того, как рынок начинает снижаться в конце 2007 г., и достигают максимума в момент минимальных объемов продаж во время финансового кризиса. Аналогичное поведение наблюдается во время правительственного кризиса США в 2011 г. и коррекции рынка с конца 2015 г. до начала 2016 г.

Иначе говоря, когда рынок паниковал и продавал все без разбора, инсайдеры в целом делали прямо противоположное. Они сохраняли уверенность в своих компаниях и покупали намного больше акций, чем обычно. Эти приобретения отлично вознаградили их в последующие годы.

На рис. 10.6 показано отношение месячного совокупного числа покупок инсайдеров к их продажам. Большую часть времени это отношение меньше 0,5, т. е. инсайдеры продают в два раза больше, чем покупают. Однако во время падения рынка в 2008 г. коэффициент начинает расти и к октябрю 2008 г. достигает 1, а в ноябре — 2,4, вновь он вырастает до 1,9 в марте 2009 г., когда рынок достигает дна. Два других пика наблюдаются в августе 2011 г. и в период с августа 2015 г. до января 2016 г. Оба пика сформировались после существенного падения рынка. Чем сильнее падение, тем больше объемы инсайдерских покупок. Эти данные показывают, что инсайдеры как группа инвесторов действуют рационально во время кризисов на рынке. Отношение их совокупных покупок/продаж может служить хорошим индикатором привлекательности акций во время фазы падения на рынке.

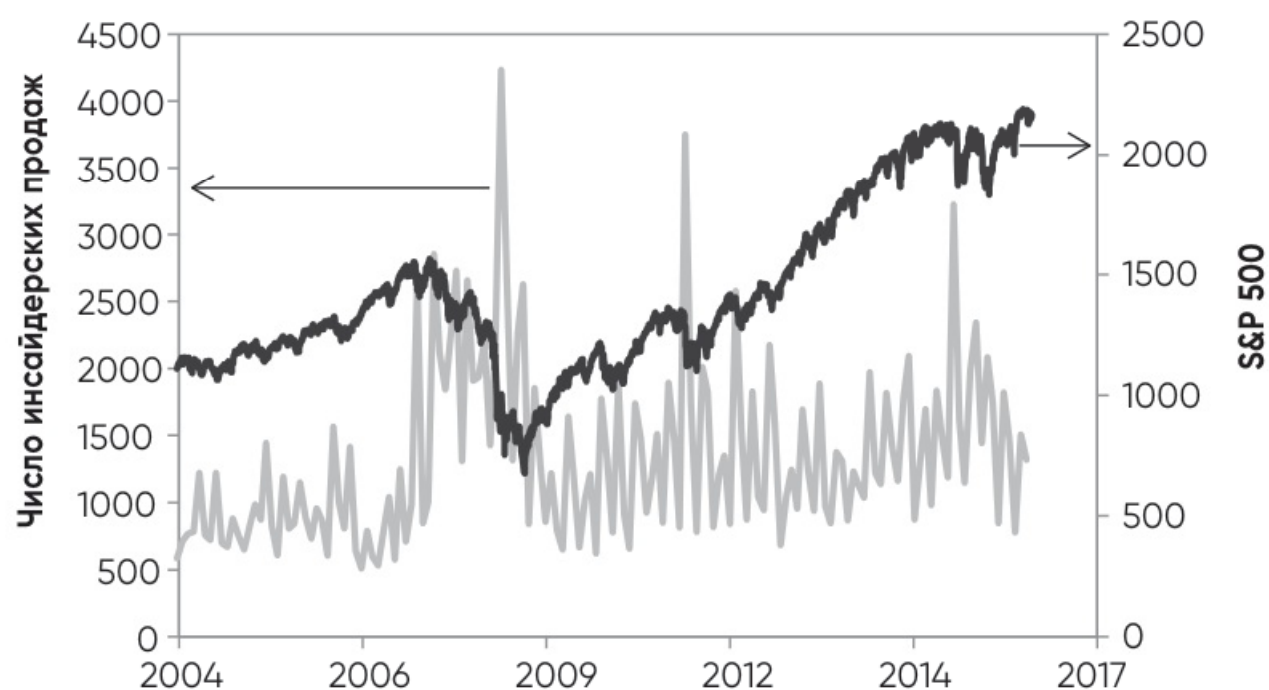


Рис. 10.5. Покупки инсайдеров

Источник: индекс S&P 500 и Wilshire 5000.

Кстати, все данные, приведенные в этой главе, оценка стоимости рынка, прогнозируемая доходность и коэффициенты активности инсайдеров есть на сайте GuruFocus.com, и они обновляются ежедневно.

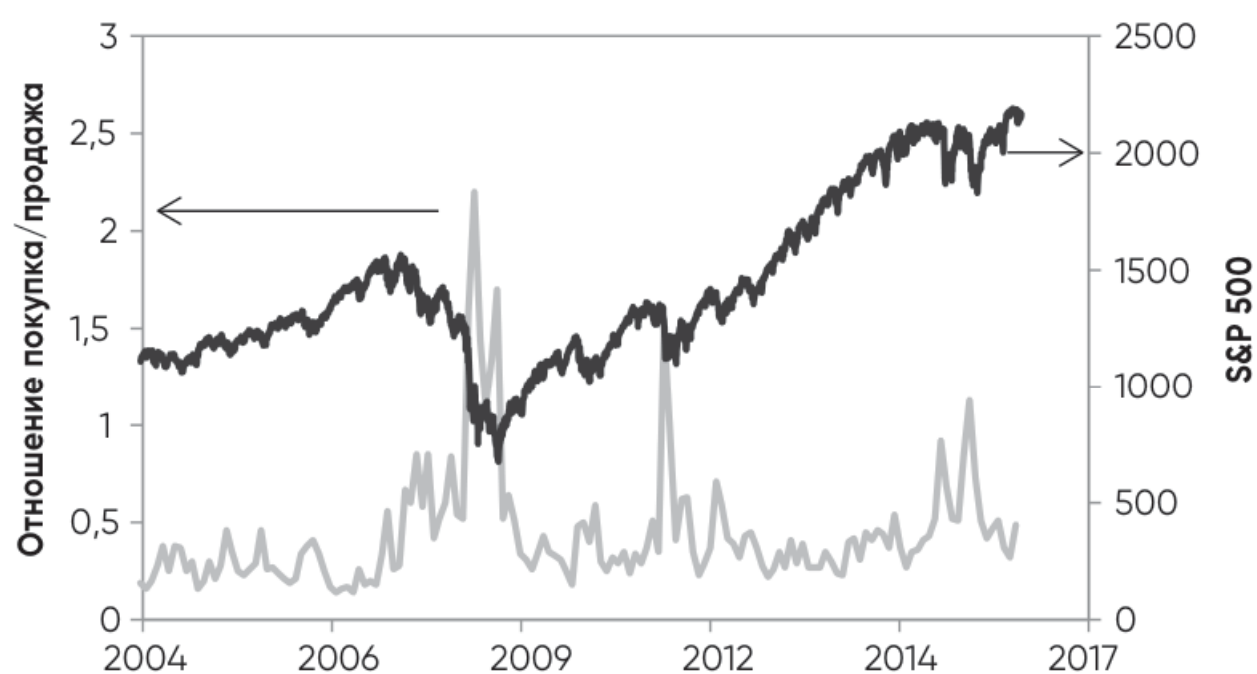


Рис. 10.6. Отношение покупок инсайдеров к их продажам

Источник: индекс S&P 500 и Wilshire 5000.



Понимание экономических циклов и оценка рынка не помогают предсказать направление движения рынка в краткосрочной перспективе или даже в среднесрочной перспективе, например на год или два. Однако оно позволяет инвесторам перестать постоянно оглядываться назад, дает более ясное представление о будущем и возможность оставаться рациональными, когда рынок охватывает эйфория или паника.

При анализе отдельных компаний хорошее понимание циклов деловой активности и вероятной будущей рыночной доходности могут быть полезны для оценки решений руководства в отношении распределения капитала, агрессивности учетной политики, а также качества доходов, связанных с предположениями о доходности пенсионных накоплений.

Баффетт называет себя стоимостным инвестором, занимающимся прогнозированием снизу вверх, и редко говорит о рынке в целом. Однако он превосходно понимает циклы деловой активности, роль процентных ставок, стоимость рынка и вероятность будущей доходности и рисков. На эту тему я настоятельно рекомендую прочитать отличную книгу Говарда Маркса «О самом важном»⁵.

В долгосрочной перспективе нам следует всегда оставаться оптимистами. На нынешней последней фазе цикла деловой активности инвесторам следует придерживаться оборонительной позиции и быть готовыми к нисходящему циклу. Они должны сосредоточиться на качественных компаниях, которые не только могут пройти испытание временем, но и выйти из них более сильными.

Сейчас, как никогда в прошлом десятилетии, жизненно важно инвестировать только в хорошие компании.

Эпилог

За долгие годы я совершил много ошибок, инвестируя в акции, и потерял деньги на многих из них, даже после того, как ознакомился с работами Питера Линча и Уоррена Баффетта. Ошибка, которая стоила мне больше всего нервов, — это покупка акций компании Sears в 2007 г. по \$170, поскольку я решил, что компания очень сильно недооценена рынком. Через несколько месяцев я вдруг понял, что Sears — это розничная сеть магазинов для бедных и моя жена никогда не заходит в Sears за покупками. Я продал акции практически за ту же цену. Хотя я ничего не потерял на Sears, меня до сих пор мучают кошмары на эту тему. Когда я писал главу 2 три месяца назад, акции этой компании торговались на уровне \$14. Сейчас они стоят уже меньше \$7. Эта ситуация заставила меня больше задумываться о качестве бизнеса и укрепила в намерении больше никогда не покупать акции низкокачественных компаний, неважно, насколько они недооценены рынком.

Были у меня промахи и с хорошими компаниями. Я держал их недостаточно долго и упустил прибыль по акциям таких отличных компаний, как Starbucks и Danaher.

Я сделал все правильно с такими компаниями, как Berkshire Hathaway, Church & Dwight, EBIX и AutoZone.

Все свои знания, полученные за последние 12 лет, я вложил в аналитические инструменты, скринеры стоимости, графики и данные на сайте GuruFocus. Я написал эту книгу, чтобы поделиться извлеченными уроками. Надеюсь, что она

будет полезной любому человеку, даже если он не занимается анализом акций профессионально. Надеюсь, что мои дети смогут выбрать правильный путь в инвестировании. Настоятельно рекомендую им пройти курс бухгалтерского учета в колледже.

Наконец, я хочу коротко перечислить здесь основные идеи:

1. Покупая компании со слабыми результатами, вы рискуете навсегда потерять все вложенные деньги, даже если цена кажется низкой.
2. Хорошими считаются компании со стабильной прибылью, с двузначной нормой операционной прибыли, с двузначной рентабельностью инвестированного капитала и двузначными темпами роста.
3. Покупайте только хорошие компании и только по разумным ценам.
4. Остерегайтесь стоимостных ловушек.
5. Не забывайте про цикличность.

Главная мысль этой книги: «Покупайте только хорошие компании!» Держитесь хороших компаний, покупайте их по разумным ценам и продолжайте учиться. Вы действительно можете инвестировать как гуру.

Примечания

Введение

1. Peter Lynch with John Rothschild, *Beating the Street*, Simon & Schuster paperbacks, New York, 1993.
2. John Kenneth Galbraith, *A Short History of Financial Euphoria*, Penguin Books, 1990.
3. John O'Farrell, *An Utterly Impartial History of Britain — Or 2000 Years of Upper Class Idiots in Charge*, Doubleday, 2007.
4. Warren Buffett, Berkshire Hathaway shareholder letter, 2007, <http://www.berkshirehathaway.com/letters/2007ltr.pdf>.
5. Andrew Bary, "What's Wrong, Warren?" Barron's, 1999, <http://www.barrons.com/articles/SB945992010127068546>.
6. Steven Romick, "Don't Be Surprised — Speech to CFA Society of Chicago," June 2015, <http://www.fpafunds.com/docs/specialcommentaries/cfa-society-of-chicago-june-2015-final1.pdf?sfvrsn=2>.
7. Peter Lynch with John Rothschild, *One Up on Wall Street*, Simon & Schuster paperbacks, New York, 1998.

Глава 1

1. Charlie Munger, USC Law Commencement Speech, 2007, <https://www.youtube.com/watch?v=u81l7rM2yl8>.
2. Peter Lynch with John Rothschild, *Beating the Street*, Simon & Schuster paperbacks, New York, 1993.
3. Peter Lynch with John Rothschild, *One Up on Wall Street*, Simon & Schuster paperbacks, New York, 1998.

4. Там же.
5. Oplink Communications, 10K, 2001, <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1022225/000101287001502073/d10k.txt>.
6. Peter Lynch with John Rothschild, *One Up on Wall Street*, Simon & Schuster paperbacks, New York, 1998.
7. “Track Companies, Not Markets [Final Edition],” *USA Today*, p. 04.B, McLean, Virginia, March 7, 1989.
8. Peter Lynch with John Rothschild, *One Up on Wall Street*, Simon & Schuster paperbacks, New York, 1998.
9. Warren Buffett, Berkshire Hathaway shareholder letter, 1989, <http://www.berkshirehathaway.com/letters/1989.html>.
10. Warren Buffett, *The Commercial and Financial Chronicle*, Dec. 6, 1961.
11. Там же.
12. Warren Buffett, Berkshire Hathaway shareholder letter, 1992, <http://www.berkshirehathaway.com/letters/1992.html>.
13. Warren Buffett, Berkshire Hathaway shareholder letter, 2010, <http://www.berkshirehathaway.com/letters/2010ltr.pdf>.
14. Warren Buffett, Berkshire Hathaway shareholder letter, 1993, <http://www.berkshirehathaway.com/letters/1993.html>.
15. Warren Buffett, Berkshire Hathaway shareholder letter, 2006, <http://www.berkshirehathaway.com/letters/2006ltr.pdf>.
16. John Kenneth Galbraith, *A Short History of Financial Euphoria*, Penguin Books, 1990.
17. Warren Buffett, Berkshire Hathaway shareholder letter, 1998, <http://www.berkshirehathaway.com/letters/1998.html>.
18. Warren Buffett, Berkshire Hathaway shareholder letter, 2014, <http://www.berkshirehathaway.com/letters/2014ltr.pdf>.
19. Warren Buffett, Berkshire Hathaway shareholder letter, 2012, <http://www.berkshirehathaway.com/letters/2012ltr.pdf>.
20. Warren Buffett, “The Superinvestors of Graham-and-Doddsville,” 1984, <http://www8.gsb.columbia.edu/alumni/news/superinvestors>.

21. Peter Lynch with John Rothschild, *One Up on Wall Street*, Simon & Schuster paperbacks, New York, 1998.
22. Morgan Housel, "The Peculiar Habits of Successful People," *USA Today*, August 24, 2014, <http://www.usatoday.com/story/money/personalfinance/2014/08/24/peculiar-habits-of-successful-people/14447531/>.
23. Steve Jordon, "Investors Earn Handsome Paychecks by Handling Buffett's Business," *Omaha World-Herald*, April 28, 2013, http://www.omaha.com/money/investors-earn-handsome-paychecksby-handling-buffett-s-business/article_bb1fc40f-e6f9-549d-be2f-be1ef4coda03.html.
24. Charlie Munger, USC Law Commencement Speech, <https://www.youtube.com/watch?v=u81l7rM2yl8>.

Глава 2

1. <http://www.raiseyourmind.com/motivational/dont-let-the-tall-weedscast-a-shadow-on-the-beautiful-flowers-in-your-garden/>.
2. Benjamin Graham, *The Intelligent Investor*, Harper Collins, 2009.
3. Warren Buffett, Berkshire Hathaway shareholder letter, 1993, <http://www.berkshirehathaway.com/letters/1993.html>.
4. Там же.
5. Benjamin Graham, *The Intelligent Investor*, Harper Collins, 2009.
6. <http://www.gurufocus.com/screener/>.
7. <http://www.gurufocus.com/grahamncav.php>.
8. Benjamin Graham, *The Intelligent Investor*, Harper Collins, 2009.
9. John Kenneth Galbraith, *A Short History of Financial Euphoria*, Penguin Books, 1990.
10. Warren Buffett, Berkshire Hathaway shareholder letter, 1989, <http://www.berkshirehathaway.com/letters/1989.html>.
11. Warren Buffett, Berkshire Hathaway shareholder letter, 1992, <http://www.berkshirehathaway.com/letters/1992.html>.
12. Там же.

13. Charlie Munger, USC Law Commencement Speech, <https://www.youtube.com/watch?v=u81l7rM2yl8>.
14. Warren Buffett, Berkshire Hathaway shareholder letter, 1985, <http://www.berkshirehathaway.com/letters/1985.html>.
15. Fairholme Fund Annual Shareholder Letter, 2013, https://static1.squarespace.com/static/53962eb7e4b053c664d74f3d/t/5429b689e4b06a1d711a373a/1412019849559/FAIRX_11.30.13%2Bv2.1WEB_0.pdf.
16. Fairholme Fund Semiannual Shareholder Letter, 2016, <http://www.fairholmefundsinc.com/Letters/Funds2016SemiAnnualLetter.pdf>.
17. Warren Buffett, Berkshire Hathaway shareholder letter, 1989, <http://www.berkshirehathaway.com/letters/1989.html>.

Глава 3

1. Peter Lynch with John Rothschild, *Beating the Street*, Simon & Schuster paperbacks, New York, 1993.
2. Warren Buffett, Berkshire Hathaway shareholder letter, 1987, <http://www.berkshirehathaway.com/letters/1987.html>.
3. Warren Buffett, Berkshire Hathaway shareholder letter, 1987, <http://www.berkshirehathaway.com/letters/1987.html>.
4. Там же.
5. Там же.
6. *USA Today*, "Track Companies, Not Markets [Final Edition]," p. 04.B, March 7, 1989, McLean, Virginia.
7. Warren Buffett, Berkshire Hathaway shareholder letter, 1985, <http://www.berkshirehathaway.com/letters/1985.html>.
8. Charlie Munger, USC Law Commencement Speech, <https://www.youtube.com/watch?v=u81l7rM2yl8>.

Глава 4

1. Charlie Munger: *Poor Charlie's Almanack: The Wit and Wisdom of Charles T. Munger*, Donning Company, 2005.
2. Peter Lynch with John Rothschild, *One Up on Wall Street*, Simon & Schuster paperbacks, New York, 1998.

3. Fairholme Fund Semiannual Shareholder Letter, 2016, <http://www.fairholmefundsinc.com/Letters/Funds2016SemiAnnualLetter.pdf>.
4. Peter Lynch with John Rothschild, *One Up on Wall Street*, Simon & Schuster paperbacks, New York, 1998.
5. Warren Buffett, Berkshire Hathaway shareholder letter, 1979, <http://www.berkshirehathaway.com/letters/1979.html>.
6. Warren Buffett, Berkshire Hathaway shareholder letter, 1980, <http://www.berkshirehathaway.com/letters/1980.html>.
7. Warren Buffett, Berkshire Hathaway shareholder letter, 1980, <http://www.berkshirehathaway.com/letters/1980.html>.
8. Howard Marks, *The Most Important Thing: Uncommon Sense for the Thoughtful Investor*, Columbia Business School Publishing, 2013.
9. Warren Buffett, Berkshire Hathaway shareholder letter, 1990, <http://www.berkshirehathaway.com/letters/1990.html>.
10. Warren Buffett, Berkshire Hathaway shareholder letter, 1990, <http://www.berkshirehathaway.com/letters/1990.html>.
11. <http://www.gurufocus.com/news/394902/seeking-wisdom-fromcharlie-munger>.
12. Warren Buffett, Berkshire Hathaway shareholder letter, 1995, <http://www.berkshirehathaway.com/letters/1995.html>.
13. Warren Buffett, Berkshire Hathaway shareholder letter, 1992, <http://www.berkshirehathaway.com/letters/1992.html>.

Глава 5

1. Warren Buffett, Berkshire Hathaway shareholder letter, 2004, <http://www.berkshirehathaway.com/letters/2004ltr.pdf>.
2. John Burr Williams, *The Theory of Investment Value*, Fraser Publishing, 1956.
3. Berkshire Hathaway shareholder letters, 1972–1999, <http://www.berkshirehathaway.com/letters/>.
4. Warren Buffett, Berkshire Hathaway shareholder letter, 2014, <http://www.berkshirehathaway.com/letters/2014ltr.pdf>.

5. Peter Lynch with John Rothschild, *One Up on Wall Street*, Simon & Schuster paperbacks, New York, 1998.
6. Howard Marks, "Economy Reality," 2016, <https://www.oaktreecapital.com/docs/default-source/memos/economic-reality.pdf>.
7. Там же.
8. Charlie Munger, *Poor Charlie's Almanack: The Wit and Wisdom of Charles T. Munger*, Donning Company, 2005.
9. GuruFocus, "Lauren Templeton: Methods Sir John Templeton Used to Take Advantage of Crisis Events," <http://www.gurufocus.com/news/174804/lauren-templeton-methods-sir-john-templeton-used-to-take-advantage-of-crisis-events>.
10. Warren Buffett, Berkshire Hathaway shareholder letter, 1998, <http://www.berkshirehathaway.com/letters/1998.html>.

Глава 6

1. Atul Gawande, *The Checklist Manifesto: How to Get Things Right*, Henry Holt and Company, 2009.
2. Chesley Sullenberger, Jeffrey Zaslow, *Highest Duty: My Search for What Really Matters*, William Morrow, 2009.
3. Walter Schloss: 16 Golden Rules for Investing; <http://www.gurufocus.com/news/72536/walter-schloss-16-golden-rules-for-investing>.
4. Philip A. Fisher, *Common Stocks and Uncommon Profits*, John Wiley & Sons, New York, 1958.
5. Peter Lynch with John Rothschild, *One Up on Wall Street*, Simon & Schuster paperbacks, New York, 1998.
6. James Montier, *Mind Matters: Joining the Dark Side: Pirates, Spies and Short Sellers*, <http://www.designs.valueinvestorinsight.com/bonus/bonuscontent/docs/Montier-Shorting.pdf>.
7. Warren Buffett, Berkshire Hathaway shareholder letter, 1986, <http://www.berkshirehathaway.com/letters/1986.html>.
8. E. Altman, "Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy," *Journal of Finance*, September 1968.

9. Joseph D. Piotroski, "Value Investing: The Use of Historical Financial Statement Information to Separate Winners from Losers" (PDF), The University of Chicago Graduate School of Business, January 2002.
10. Messod D. Beneish, "The Detection of Earnings Manipulation," <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.195.3676&rep=rep1&type=pdf>.
11. Richard G. Sloan, "Do Stock Prices Fully Reflect Information in Accruals and Cash Flows about Future Earnings?" *Accounting Review*, Vol. 71, No. 3 (July 1996), pp. 289–315.
12. Owen A. Lamont, Jeremy C. Stein, "Aggregate Short Interest and Market Valuations," *American Economic Review*, May 2004.
13. H. Nejat Seyhun et al., "Overreaction or Fundamentals: Some Lessons from Insiders' Response to the Market Crash of 1987," *Journal of Finance*, Vol. 45, No. 5 (February 1990), pp. 1363–1388.
14. Charlie Munger, USC Law Commencement Speech, <https://www.youtube.com/watch?v=u81l7rM2yl8>.

Глава 7

1. John Huber, "A 1977 Warren Buffett Interview from the WSJ Archives," <http://www.gurufocus.com/news/438345>.
2. Warren Buffett, Berkshire Hathaway shareholder letter, 2004, <http://www.berkshirehathaway.com/letters/2004ltr.pdf>.
3. Scott Fearson, *Dead Companies Walking*, Macmillan, 2015.
4. Peter Lynch with John Rothschild, *One Up on Wall Street*, Simon & Schuster paperbacks, New York, 1998.
5. Warren Buffett, Berkshire Hathaway shareholder letter, 2014, <http://www.berkshirehathaway.com/letters/2014ltr.pdf>.
6. Prem Watsa, Fairfax Financial Holdings shareholder letter, 2012, http://s1.q4cdn.com/579586326/files/Letter%20to%20Shareholders%20from%20Annual%20Report%202012%20FINAL_v001_07033s.pdf.
7. https://en.wikipedia.org/wiki/John_S._Chen.

8. BlackBerry Financial Data, <http://www.gurufocus.com/financials/BBRY>.
9. Adam Lashinsky, "Amazon's Jeff Bezos: The Ultimate Disrupter," <http://fortune.com/2012/11/16/amazons-jeff-bezos-the-ultimatedisrupter/>.

Глава 8

1. Bob Isbitts, "Index Funds Beat Active 90% of the Time, Really?" <http://www.marketwatch.com/story/index-funds-beat-active-90-of-the-time-really-2014-08-01>.
2. Warren Buffett, Berkshire Hathaway shareholder letter, 1993, <http://www.berkshirehathaway.com/letters/1993.html>.
3. Joel Greenblatt, *The Little Book That Beats the Market*, John Wiley & Sons, 2010.
4. Berkshire Hathaway shareholder letters, 1972–1999, <http://www.berkshirehathaway.com/letters/>.
5. Warren Buffett, Berkshire Hathaway shareholder letter, 1988, <http://www.berkshirehathaway.com/letters/1988.html>.
6. Virginia Reynolds Parker, *Managing Hedge Fund Risk: Strategies and Insights from Investors, Counterparties, Hedge Funds and Regulators*, Risk Books, 2005.
7. Там же.

Глава 9

1. Peter Lynch with John Rothschild, *One Up on Wall Street*, Simon & Schuster paperbacks, New York, 1998.
2. Там же.
3. Там же.
4. Там же.
5. Jack Hough, "U.S. Steel Could Rise 50% in a Year," *Barron's*, October 17, 2016.
6. Robert Shiller, <http://www.econ.yale.edu/~shiller/data.htm>.

7. Warren Buffett, Berkshire Hathaway shareholder letter, 2008, <http://www.berkshirehathaway.com/letters/2008ltr.pdf>.
8. Benjamin Graham, *The Intelligent Investor*, Harper Collins, 2009.
9. Bruce Greenwald, *Value Investing: From Graham to Buffett and Beyond*, John Wiley & Sons, 2004.
10. GuruFocus, “Investing Great: Donald Yacktman Answers GuruFocus Readers’ Questions,” <http://www.gurufocus.com/news/171597>.

Глава 10

1. Howard Marks, *The Most Important Thing: Uncommon Sense for the Thoughtful Investor*, Columbia Business School Publishing, 2013.
2. Warren Buffett and Carol Loomis, “Warren Buffett on the Stock Market,” *Fortune*, 2001. http://archive.fortune.com/magazines/fortune/fortune_archive/2001/12/10/314691/index.htm.
3. GuruFocus, “Where Are We with Market Valuations?” <http://www.gurufocus.com/stock-market-valuations.php>.
4. H. Nejat Seyhun et al., “Overreaction or Fundamentals: Some Lessons from Insiders’ Response to the Market Crash of 1987,” *Journal of Finance*, Vol. 45, No. 5 (February 1990), pp. 1363–1388.
5. Howard Marks, *The Most Important Thing: Uncommon Sense for the Thoughtful Investor*, Columbia Business School Publishing, 2013.

Об авторе

Чарли Тянь, доктор философии, основатель и генеральный директор сайта о стоимостном инвестировании GuruFocus.com. Он является создателем стоимостных скринеров для сайта, стратегий и исследовательских инструментов, которыми ежемесячно пользуются более полумиллиона инвесторов, а также преподаватели и студенты более чем 100 университетов по всему миру. Статьи о докторе Тяне публиковались в журналах *Fortune*, *Forbes* и *Barron's*. Доктор Тянь по образованию физик, он имеет свыше 30 патентов США на свои изобретения.

Тянь Чарли

ИНВЕСТИРУЙ КАК ГУРУ

Как повысить доходность
и снизить риск с помощью
стоимостного инвестирования

Главный редактор *С. Турко*

Руководитель проекта *О. Равданис*

Художественное оформление и макет *Ю. Буга*

Корректоры *Е. Чудинова, М. Смирнова*

Компьютерная верстка *М. Поташкин*

Иллюстрация на обложке *shutterstock.com*

Подписано в печать 24.09.2021. Формат 60×90/16.

Бумага офсетная № 1. Печать офсетная.

Объем 18,5 печ. л. Тираж 2000 экз. Заказ № .

ООО «Альпина Пабlishер»

123060, Москва, а/я 28

Тел. +7 (495) 980-53-54

www.alpina.ru

e-mail: info@alpina.ru

Знак информационной продукции
(Федеральный закон № 436-ФЗ от 29.12.2010 г.)

12+