ИНВЕСТИЦИИ ПО ОТРАСЛЯМ



Книга 2

СТОИМОСТНОЕ ИНВЕСТИРОВАНИЕ и инвестирование в рост

Виталий Гурьев

Виталий Гурьев

Стоимостное инвестирование и инвестирование в рост

https://litres.ru/74748829
SelfPub; 2026

Аннотация

Покупать недооценённые компании или тех, кто растёт быстрее всех? Этот спор длится почти столетие, и единственного победителя в нём нет. Эта книга разбирает оба подхода и помогает выбрать свой. Вы узнаете, как Бенджамин Грэм и Уоррен Баффет искали бизнес дешевле его реальной стоимости, что такое запас прочности и почему дешёвая акция не всегда выгодна. Мы разберём, как оценивать перспективы растущей компании и сколько разумно платить за будущее. Отдельное внимание уделено ловушкам стоимости и поиску недооценённых бумаг на российском рынке. Вы научитесь понимать, к какому типу относятся компании разных отраслей, и отбирать бумаги с разумной ценой и потенциалом роста.

AI was used in the preparation of the book.

Содержание

Глава 1. Два способа купить будущее 5
Глава 2. Бенджамин Грэм и рождение стоимостного подхода 26
Глава 3. Запас прочности как главный принцип 47
Глава 4. Правила Грэма для осторожного инвестора 68
Глава 5. Дешевле, чем стоит имущество 90
Конец ознакомительного фрагмента. 107

Виталий Гурьев
Стоимостное инвестирование и инвестирование в рост

Эта книга носит исключительно образовательный и информационный характер. Ни одно из её положений не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, предложением купить или продать какой-либо финансовый инструмент, налоговой или юридической консультацией.

Все герои, примеры, расчёты и ставки в книге вымышлены или приведены для иллюстрации. Упоминания реальных компаний не являются рекламой или оценкой их текущей деятельности. Требования Банка России, правила биржи и налоговые нормы изложены по состоянию на момент написания книги и могут измениться.

Перед любым решением сверяйтесь с актуальными документами эмитента и нормативными актами, а при необходимости консультируйтесь со специалистом. Инвестиции связаны с риском, включая потерю части или всего вложенного капитала, и решения о вложении денег вы принимаете самостоятельно и под свою ответственность.

Глава 1. Два способа купить будущее

В конце октября вся семья по традиции собирается в Рязани у бабушки Антонины Петровны. Ей исполняется семьдесят восемь лет, и она до сих пор сама печёт пироги с капустой, хотя внуки давно предлагают заказать готовые. За столом сидят дети, внуки и правнуки, обсуждают цены, погоду и школьные оценки. Ближе к чаю разговор, как это часто бывает в последние годы, сворачивает на деньги. Двоюродные брат и сестра Вера и Тимур, которые видятся всего несколько раз в год, обнаруживают, что оба вкладывают сбережения в акции.

Вере сорок четыре года, она работает инженером-сметчиком в строительной фирме и растит двоих детей-подростков. Деньги она считает профессионально: каждый день сравнивает цены на арматуру, бетон и кирпич и знает, что одну и ту же вещь можно купить и дорого, и дёшево. Месяц назад она купила одиннадцать тысяч акций местного предприятия, условного «Окского мукомольного комбината», по тридцать шесть рублей, вложив почти четыреста тысяч. Комбинат выпускает муку, крупы и макароны, работает с шестидесятых годов и платит дивиденды. Вера с гордостью сообщает, что заплатила за акции шесть годовых прибылей, тогда как ры-

нок в среднем просит больше.

Тимур слушает её с вежливой улыбкой человека, который знает что-то важное. Ему тридцать один год, он продакт-менеджер в казанской ИТ-компании и уверен, что будущее за технологиями. Его гордость — шестьсот шестьдесят шесть акций условной «Облакассы», облачного сервиса, через который небольшие магазины и кафе ведут кассу, учёт товаров и онлайн-продажи. Он заплатил по четыреста пятьдесят рублей, почти триста тысяч в сумме, и цена его акций составляет около сорока семи годовых прибылей. Зато выручка компании выросла за год почти на сорок процентов, а клиентов становится больше каждый месяц.

Спор разгорается быстро и громко. Вера говорит, что Тимур купил воздух по цене золота и что сорок семь лет окупаемости — это безумие. Тимур отвечает, что Вера купила прошлое, что мука никому не интересна и что её комбинат через десять лет будет зарабатывать столько же, сколько сейчас. Каждый приводит примеры знакомых, которые разбогатели или разорились, следуя противоположной стратегии. Бабушка, сорок лет проработавшая товароведом в райпотребсоюзе, слушает их и наконец говорит, что хороший товар бывает и дешёвым, и дорогим, а плохой товар не спасает никакая цена.

Внуки смеются, но бабушка рассказывает историю из своей молодости. В магазин, где она работала, иногда привозили уценённые товары: пальто прошлогоднего фасона, посу-

ду со сколами, ткани с небольшим браком. Одни покупатели хватали всё подряд, радуясь скидке, а потом не знали, куда девать посуду, из которой нельзя есть. Другие внимательно осматривали каждую вещь и находили настоящие сокровища: добротное пальто, которое отличалось от нового только фасоном воротника. Бабушка говорит, что скидка сама по себе ничего не значит, пока не понятно, за что её дают.

Тимур тут же подхватывает, что и дорогие вещи бывают выгодными. Он вспоминает, как бабушка в восьмидесятых годах отдала за импортный холодильник почти три своих зарплаты, и все соседи считали это безумием. Холодильник проработал тридцать лет и до сих пор стоит на даче, а дешёвые отечественные модели соседей давно отправились на свалку. Бабушка соглашается, что дорогая покупка бывает самой выгодной, если вещь служит долго. Однако тут же добавляет, что за тридцать лет работы видела и много дорогих вещей, которые ломались через год.

Эта сцена знакома многим семьям, где кто-то начал инвестировать. Спор Веры и Тимура старше их обоих: профессиональные инвесторы ведут его почти сто лет. С одной стороны стоят сторонники стоимостного инвестирования, которые ищут бумаги дешевле их реальной ценности. С другой стороны — сторонники инвестирования в рост, готовые платить высокую цену за компании, которые быстро увеличивают продажи и прибыль. Эта книга посвящена обоим подходам, их сильным и слабым сторонам и тому, как выбрать

свой путь.

Если упростить спор до одной фразы, он звучит так: заплатить мало за то, что уже есть, или заплатить много за то, что будет. Стоимостный инвестор смотрит на нынешнюю прибыль, имущество и дивиденды компании и старается купить их со скидкой. Ему не нужно, чтобы бизнес рос быстро: достаточно, чтобы он просто продолжал работать, а рынок рано или поздно признал его настоящую ценность. Инвестор в рост смотрит на будущую прибыль, которой ещё нет, и готов платить за неё сегодня. Ему важна скорость, с которой бизнес увеличивается, и продолжительность этого роста.

За каждым подходом стоит своё представление о том, где рынок ошибается чаще. Стоимостный инвестор считает, что рынок слишком пессимистичен к скучным, проблемным и забытым компаниям. Он видит, как люди продают акции в панике, и полагает, что неприятности в бизнесе обычно оказываются менее долгими и тяжёлыми, чем кажется в разгар новостей. Инвестор в рост считает, что рынок недооценивает силу сложного процента в бизнесе. Он полагает, что люди склонны мерить будущее прошлым и поэтому не верят, что маленькая компания может за десять лет вырасти в двадцать раз.

Обе эти мысли справедливы, и обе бывают опасны. Рынок действительно бывает чрезмерно мрачен, но иногда компании дёшевы потому, что их бизнес умирает. Рынок действительно недооценивает некоторые растущие компании, но го-

раздо чаще переоценивает их, потому что из сотни перспективных проектов в лидеры выходят единицы. Задача этой книги — научить вас отличать одно от другого. Мы не будем объявлять победителя спора, потому что его нет, но покажем, где каждый подход работает, а где превращается в ловушку.

Несколько слов о самих названиях, чтобы не путаться в терминах. Стоимостное инвестирование — это перевод английского выражения value investing, где слово value означает ценность или стоимость. Иногда его называют инвестированием в недооценённые компании или просто стоимостным подходом. Инвестирование в рост — перевод выражения growth investing, и его сторонников часто называют инвесторами роста. В обиходе профессионалов говорят коротко: «акции стоимости» и «акции роста», и мы тоже будем пользоваться этими удобными сокращениями.

Почему спор двух подходов важен для обычного человека, а не только для управляющих фондами? Разница в доходности, которая кажется небольшой на коротком отрезке, на длинном превращается в огромную. Допустим, вы вкладываете триста тысяч рублей на десять лет. При доходности десять процентов годовых через десять лет у вас будет около семисот семидесяти восьми тысяч рублей, а при доходности пятнадцать процентов — около миллиона двухсот четырнадцати тысяч. Пять процентных пунктов в год, накопленные за десятилетие, дают разницу почти в полмиллиона рублей,

и правильный выбор подхода к отбору бумаг может стоить именно столько.

Прежде чем расходиться по разным углам, полезно увидеть, что объединяет Веру и Тимура. Оба они верят, что у акции есть цена, которую показывает биржа, и стоимость, которая определяется бизнесом. Оба надеются, что купили акцию дешевле её стоимости.

Разница лишь в том, где каждый из них ищет этот разрыв. Вера ищет его в настоящем: она думает, что рынок недооценивает нынешнюю прибыль и имущество комбината. Тимур ищет его в будущем: он думает, что рынок недооценивает, сколько «Облакасса» будет зарабатывать через десять лет.

Цена и стоимость — главная пара понятий всей книги. Цена акции — это то, что вы платите сегодня, нажимая кнопку в приложении брокера. Стоимость — это то, что вы получите за всё время владения бизнесом: дивиденды, прирост имущества, прибыль, которая будет заработана в будущем. В первой книге серии «Инвестиции по отраслям», посвящённой фундаментальному анализу, мы подробно разбирали, как оценивать эту стоимость по отчётности и как строить модель денежных потоков. Здесь мы не будем повторять расчёты, а сосредоточимся на другом вопросе: какие ошибки рынка чаще всего создают разрыв между ценой и стоимостью и как их использовать.

Чтобы разница между подходами стала осязаемой, представим себе семью, которая решила купить недвижимость за

городом. У неё есть два варианта. Первый — крепкий старый дом из красного кирпича в деревне, где почти никто не живёт. Хозяева уехали к детям в город и продают его за полцены, потому что покупателей нет. Дом стоит на хорошем участке, у него надёжный фундамент и крыша, а соседние дома такой же постройки продавались несколько лет назад вдвое дороже.

Второй вариант — пустой участок в молодом посёлке у новой дороги, где строятся школа и торговый центр, а цены на землю растут каждый год.

Старый дом — это стоимостная покупка. Вы платите меньше, чем стоят кирпич, брёвна и земля, и получаете запас на случай, если что-то пойдёт не так. Даже если деревня так и не оживёт, вы владеете крепким домом, который можно использовать или продать по разумной цене. Риск в том, что деревня продолжит пустеть, дорогу к ней перестанут чистить зимой, и через десять лет дом будет стоить ещё меньше. Тогда дешевизна окажется не подарком, а точной оценкой будущего, которую вы не захотели признать.

Участок в растущем посёлке — это покупка роста. Вы платите больше, чем такой же участок стоил бы в глуши, потому что покупаете будущее: дорогу, школу, магазины, соседей. Если посёлок станет престижным районом, ваш участок подорожает в несколько раз. Риск в том, что дорогу построят с опозданием на пять лет, школу перенесут в соседнее село, а застройщик посёлка разорится. Тогда вы окажетесь владель-

цем дорогого пустыря и будете ждать годами, пока кто-то купит его хотя бы за ту цену, которую вы заплатили.

Обратите внимание, что ни одна из этих покупок не хороша и не плоха сама по себе. Старый дом за полцены может быть прекрасной сделкой или ловушкой, участок в посёлке может оказаться удачей или переплатой. Всё решает соотношение цены и того, что вы получаете.

Если старый дом продают за десятую часть стоимости материалов, это хорошая сделка даже при пустеющей деревне. Если участок в посёлке стоит как квартира в центре города, это плохая сделка даже при самых радужных планах застройщика. Мы будем возвращаться к этой картинке на протяжении всей книги.

Теперь посмотрим внимательнее на людей, которые выбирают каждый из путей. Типичный стоимостный инвестор — человек, которому нравится находить вещи дешевле, чем они стоят. Он не боится непопулярных решений и спокойно покупает то, что продают все остальные. Его любимое чтение — годовые отчёты скучных компаний, о которых не пишут в новостях. Он легко переносит долгое ожидание и умеет годами держать бумагу, которая не растёт, если уверен в своей оценке.

У стоимостного инвестора есть характерные слабости. Он склонен влюбляться в дешевизну и покупать бумаги только потому, что их мультипликаторы низкие. Он с недоверием относится к новым технологиям и часто пропускает компа-

нии, которые меняют мир. Он бывает упрям и держит падающую акцию, убеждая себя, что рынок ошибается, хотя на самом деле ошибается он сам. Вера во многом такая: она торгуется на рынке за каждые десять рублей и гордится тем, что никогда не переплачивает, но иногда эта гордость мешает ей увидеть, что дешёвая вещь просто плохая.

Типичный инвестор в рост — человек, который смотрит вперёд и любит новое. Он первым узнаёт о технологиях, сервисах и бизнес-моделях и думает о том, каким будет мир через десять лет. Ему скучно читать о мукомольных комбинатах, зато интересно разбираться в том, как растёт число пользователей приложения. Он готов принимать высокую волатильность и спокойно смотрит, как его бумаги падают на тридцать процентов, если верит в долгосрочную историю компании.

Слабости инвестора в рост зеркальны слабостям стоимостного. Он склонен переплачивать за красивые истории и забывать, что даже лучшая компания может быть плохой покупкой по завышенной цене. Он легко увлекается модными темами и покупает на пике интереса, когда о компании говорят все. Он часто недооценивает конкуренцию и не замечает, как другие игроки догоняют его любимца. Тимур как раз из таких: он искренне восхищается «Облакассой» и не задаётся вопросом, сколько лет непрерывного роста уже заложено в её цену.

Выбор стиля во многом определяется не расчётами, а ха-

рактером. Одним людям легко быть в меньшинстве и покупать то, что все считают безнадёжным. Другим нужно чувствовать, что они на стороне прогресса и будущего. Одни переносят скуку, но не переносят резкие падения цены, другие равнодушны к падениям, но не выносят, когда бумага годами стоит на месте. Прежде чем выбирать подход, полезно честно ответить себе на несколько вопросов о собственном темпераменте.

Первый вопрос — как вы относитесь к ожиданию. Стоимостные идеи часто требуют двух, трёх, а иногда и пяти лет терпения, прежде чем рынок признает недооценённость. Если вам тяжело видеть, как ваша бумага стоит на месте, пока растут все остальные, стоимостный подход будет для вас мучительным. Второй вопрос — как вы переносите резкие колебания. Акции роста могут за месяц подешеветь на треть из-за одного неудачного отчёта, и если такие падения лишают вас сна, лучше не держать их много.

Третий вопрос — насколько вы готовы идти против большинства. Покупать акции, о которых все говорят плохо, психологически трудно, даже если цифры убеждают в обратном. Люди — социальные существа, и нам неуютно делать то, что окружающие считают глупостью. Четвёртый вопрос — насколько вы любите разбираться в новом. Инвестиции в рост требуют постоянного изучения технологий, рынков и бизнес-моделей, которые меняются каждый год, а стоимостный подход больше опирается на устойчивые принципы и бухгал-

терию.

Не бойтесь, если ваши ответы окажутся смешанными. Большинство людей не являются чистыми представителями одного типа, и многие лучшие инвесторы сочетали оба подхода. Важно другое: знать свои слабые места и не принимать решения в те моменты, когда они особенно сильны. Человек, склонный к панике, должен заранее записывать, при каких условиях продаст бумагу. Человек, склонный к увлечению, должен заранее определять цену, выше которой не будет покупать.

Проведите небольшой мысленный опыт, который многое скажет о вашем характере. Представьте, что вы купили акцию на двести тысяч рублей, и через год она стоит ровно столько же, а индекс за это время вырос на двадцать процентов. Что вы почувствуете: спокойствие, раздражение или желание немедленно продать? Теперь представьте другую ситуацию: через месяц после покупки бумага подешевела на тридцать процентов, хотя в самой компании ничего плохого не случилось. Если первая картина кажется вам невыносимой, а вторая терпимой, вам ближе рост; если наоборот, вам, скорее всего, ближе стоимость.

Вокруг двух подходов сложилось немало мифов, и их стоит разобрать сразу, чтобы они не мешали дальше. Первый миф — стоимостное инвестирование подходит только пенсионерам и очень осторожным людям. На самом деле стоимостные стратегии требуют смелости, потому что пред-

полагают покупку бумаг в моменты общего страха. Покупать акции во время обвала, когда новости пугают, а знакомые продают, — занятие не для робких. Многие известные стоимостные инвесторы начинали молодыми и делали самые удачные покупки как раз тогда, когда остальным было страшно.

Второй миф — инвестировать в рост значит всегда покупать дорого. Компания роста может стоить дёшево, если рынок не верит в продолжение её роста или ещё не заметил его. Бывают годы, когда быстрорастущие компании продаются по мультипликаторам ниже, чем медленные и стабильные, просто потому, что инвесторы напуганы и не хотят платить за будущее. В такие моменты инвестор в рост может купить отличный бизнес по цене, которой позавидует любой стоимостный инвестор.

Третий миф, самый опасный, — дешёвая акция выгоднее дорогой. Низкий мультипликатор говорит о том, что рынок платит мало за каждый рубль нынешней прибыли или имущества. Он ничего не говорит о том, справедливо ли это. Если прибыль компании через три года упадёт вдвое, нынешняя дешевизна окажется иллюзией. Если имущество компании невозможно продать или если мажоритарный владелец не собирается делиться с остальными акционерами, низкий мультипликатор отражает реальность, а не ошибку рынка.

Четвёртый миф — профессионалы давно выяснили, какой стиль лучше, и просто скрывают это от частных инвесто-

ров. На самом деле учёные и управляющие спорят об этом десятилетиями, и данные дают разные ответы для разных периодов и стран. Бывали десятилетия, когда акции стоимости заметно обгоняли акции роста, и бывали не менее долгие периоды, когда всё происходило наоборот. Подробно об этой смене лидерства мы поговорим в семнадцатой главе. Пока достаточно запомнить, что универсального победителя нет, а тот, кто обещает вам «единственно верную стратегию», скорее всего, что-то продаёт.

Посмотрим на цифры, чтобы этот миф стал нагляднее. Вера заплатила за акцию комбината тридцать шесть рублей, а прибыль на одну акцию составляет шесть рублей. Если прибыль будет оставаться на уровне шести рублей вечно, то за шесть лет компания заработает на каждую акцию столько, сколько Вера за неё заплатила. Если прибыль через два года упадёт до двух рублей и останется на этом уровне, то на окупаемость уйдут восемнадцать лет. Мультипликатор, рассчитанный по нынешней прибыли, кажется низким, но реальная окупаемость окажется втрое длиннее.

Тимур тоже может ошибиться в обратную сторону. Он заплатил четыреста пятьдесят рублей за акцию, прибыль на которую составляет девять с половиной рублей. При нынешней прибыли окупаемость займёт около сорока семи лет. Если прибыль будет расти на сорок процентов в год пять лет подряд, через пять лет она достигнет примерно пятидесяти одного рубля на акцию, и цена в четыреста пятьдесят рублей

будет соответствовать лишь девяти годовым прибылям. Расчёт простой: девять с половиной рублей, умноженные на одну целую четыре десятых пять раз подряд, дают около пятидесяти одного рубля.

Вопрос лишь в том, произойдёт ли этот рост. Если выручка «Облакассы» будет расти не на сорок, а на пятнадцать процентов в год, через пять лет прибыль на акцию составит около девятнадцати рублей, а цена в четыреста пятьдесят рублей будет соответствовать почти двадцати четырём годовым прибылям. Это по-прежнему дорого для компании, рост которой замедлился. Поэтому инвестор в рост живёт с иной ошибкой, чем стоимостный: тот рискует переоценить устойчивость нынешней прибыли, а этот рискует переоценить скорость и продолжительность будущего роста.

На протяжении всей книги мы будем следить за двумя условными компаниями, которые выбрали Вера и Тимур. «Окский мукомольный комбинат» — классический пример стоимостной бумаги. Его выручка составляет около восемнадцати миллиардов рублей и растёт на три-пять процентов в год, примерно вместе с инфляцией. Компания зарабатывает около миллиарда двухсот миллионов рублей чистой прибыли и половину из них отдаёт акционерам в виде дивидендов. Семьдесят процентов акций принадлежат семейному холдингу, остальные торгуются на бирже.

«Облакасса» — классический пример компании роста. Она основана в 2015 году, вышла на биржу в 2024 году и

обслуживает около ста двадцати тысяч небольших предприятий. Её выручка за 2025 год составила шесть миллиардов рублей, а чистая прибыль — около девятисот пятидесяти миллионов. Почти все свои деньги компания вкладывает в разработку новых функций и привлечение клиентов. Дивидендов она не платит и в ближайшие годы платить не собирается, объясняя это тем, что каждый вложенный в рост рубль приносит больше, чем принёс бы в кармане акционера.

Обе компании условные, их названия и цифры придуманы для обучения. При этом каждая из них похожа на десятки реальных компаний российского и мирового рынков. Вы встретите похожие мукомольные комбинаты, металлургические заводы и энергетические компании с низкими мультипликаторами и щедрыми дивидендами. Вы встретите похожие технологические сервисы, медицинские сети и онлайн-платформы, которые растут быстро и стоят дорого. Разобравшись в двух условных примерах, вы научитесь видеть те же вопросы в реальных бумагах.

Интересно, как каждый из героев смотрит на компанию другого. Вера открывает отчёт «Облакассы» и не находит там почти ничего, что можно потрогать руками: ни заводов, ни складов, ни запасов зерна. Основное имущество компании — программный код, клиентская база и несколько сотен разработчиков, которые в любой момент могут уйти к конкурентам. Тимур, в свою очередь, видит в отчёте комбината старые цеха, мельницы шестидесятых годов и склады с

мукой. Ему кажется, что всё это имущество стоит на бумаге гораздо больше, чем за него дали бы при продаже, и что такой бизнес не может вырасти, сколько бы денег в него ни вложили.

Оба взгляда отражают реальные риски, и оба неполны. Код и клиентская база действительно могут оказаться ценнее заводов, если клиенты годами платят за сервис и не уходят. Старые мельницы действительно могут приносить стабильный доход десятилетиями, потому что люди едят хлеб в любой кризис. Умение посмотреть на бумагу глазами сторонника противоположного подхода — один из самых полезных навыков инвестора. Оно помогает увидеть слабые места собственного тезиса раньше, чем их покажет рынок.

Книга построена так, чтобы провести вас через оба подхода последовательно. Сначала мы познакомимся с основателем стоимостного инвестирования Бенджамином Грэмом, разберём его главную идею — запас прочности — и его конкретные правила отбора акций. Затем посмотрим, как покупать компании дешевле их имущества, как Уоррен Баффет превратил подход учителя в поиск качественных бизнесов, какие защитные рвы делают компанию устойчивой и почему так важно, кто распоряжается её деньгами. После этого мы разберём ловушки стоимостного подхода и то, что заставляет рынок признать недооценённость.

Во второй части книги мы перейдём к росту. Вы узнаете, что такое компания роста и чем она отличается от просто

дорогой акции, познакомитесь с Филипом Фишером и Питером Линчем, которые сделали поиск растущих компаний отдельным искусством. Мы научимся измерять качество роста, оценивать, сколько разумно платить за будущее, и искать компромисс между ценой и ростом. Затем разберём ловушки роста, на которых теряют деньги даже опытные инвесторы.

В заключительной части мы посмотрим, как стили сменяли друг друга в истории мировых рынков, как они проявляются на российском рынке и как искать недооценённые компании на практике. Последняя глава поможет вам определить собственный стиль и подумать о том, как спор стоимости и роста может измениться в будущем. Каждая глава опирается на предыдущие, поэтому лучше читать книгу по порядку, хотя к отдельным главам удобно возвращаться при разборе конкретных бумаг.

К концу книги вы сможете взять любую акцию российского рынка и ответить на несколько практических вопросов. К какому типу относится эта компания и по каким признакам это видно? Сколько будущего роста уже заложено в её цену и насколько это реалистично?

Есть ли у бизнеса защита от конкурентов и кто распоряжается его деньгами? Что может заставить рынок пересмотреть цену и сколько, скорее всего, придётся ждать? Эти вопросы не дают гарантированного ответа, но превращают покупку акции из лотереи в осознанное решение с понятными

причинами и понятными рисками.

Несколько слов о том, что нужно знать перед чтением. Эта книга — вторая в серии «Инвестиции по отраслям», и она опирается на первую, посвящённую фундаментальному анализу. Там подробно объяснено, как читать отчётность компании, что означают мультипликаторы вроде отношения цены к прибыли и цены к балансовой стоимости, как считать свободный денежный поток и рентабельность капитала. Если эти понятия вам незнакомы, полезно сначала прочитать первую книгу или держать её под рукой как справочник.

Здесь мы будем пользоваться этими инструментами, не объясняя их заново. Когда в тексте встретится отношение цены к прибыли, мы будем называть его коротко мультипликатором прибыли или просто числом годовых прибылей в цене. Когда понадобится сложный расчёт стоимости по денежным потокам, мы сошлёмся на первую книгу и используем готовый результат. Это позволит сосредоточиться на главном для этой книги: на логике двух подходов, их истории, их ловушках и на практике поиска недооценённых бумаг.

Для работы с книгой вам понадобятся те же простые инструменты, что и для фундаментального анализа: калькулятор, электронная таблица и доступ к отчётам компаний. Полезно завести отдельную тетрадь или файл, где вы будете записывать свои мысли о стиле, найденные идеи и ошибки. Во многих главах мы будем предлагать вопросы к самому себе, и честные ответы на них со временем сложатся в ваш соб-

ственный инвестиционный подход. Эта тетрадь пригодится и позже, когда в девятнадцатой главе мы будем строить систему поиска недооценённых компаний.

Важно понимать и границы того, что даёт эта книга. Ни один подход не гарантирует прибыли, и любые вложения в акции связаны с риском потери части капитала. Все расчёты в книге приводятся для обучения и не являются рекомендацией покупать или продавать конкретные бумаги. Налоговые правила, требования к раскрытию информации и правила биржевой торговли могут меняться, поэтому перед принятием решений полезно сверяться с их актуальной редакцией и уточнять детали у своего брокера.

Наконец, стоит сказать о том, почему вообще имеет смысл выбирать стиль, вместо того чтобы просто купить фонд на весь рынок. Индексный фонд — прекрасное решение для большинства людей, и мы вернёмся к нему в двадцатой главе. Однако многие инвесторы хотят большего: понимать, во что они вкладывают деньги, выбирать отдельные компании и, возможно, обгонять рынок. Для таких людей знание двух подходов — не роскошь, а необходимость. Без него выбор отдельных бумаг превращается в угадывание, а с ним становится осмысленной работой.

Спор за столом у бабушки так и не заканчивается победой одной из сторон. Тимур уезжает в Казань с ощущением, что сестра застряла в прошлом. Вера провожает его с мыслью, что брат слишком молод и ещё не терял денег. Однако каж-

дый уносит с собой зерно сомнения. Тимур впервые задумывается, сколько на самом деле стоит его «Облакасса», а Вера впервые спрашивает себя, действительно ли её комбинат так дёшев, как ей кажется.

Через неделю Вера заходит в книжный магазин у вокзала и спрашивает, есть ли что-нибудь о том, как отличать дешёвые акции от недооценённых. Продавец, немолодой мужчина в очках, приносит ей толстую книгу в мягкой обложке и говорит, что с неё начинали все серьёзные инвесторы последних семидесяти лет. На обложке написано имя Бенджамина Грэма. Вера покупает её, не торгуясь, что случается с ней нечасто, и вечером того же дня начинает читать.

Подведём итог первой главы в нескольких фразах. Стоимостное инвестирование и инвестирование в рост — два способа искать разрыв между ценой акции и стоимостью бизнеса. Первый ищет этот разрыв в настоящем и полагается на то, что рынок слишком пессимистичен к скучным и проблемным компаниям. Второй ищет его в будущем и полагается на то, что рынок недооценивает силу долгого роста. Оба подхода работают при разумной цене и оба превращаются в ловушку при неразумной, а выбор между ними во многом зависит от вашего характера.

Чтобы понять, откуда взялся стоимостный подход и почему он так устойчив, нужно вернуться почти на сто лет назад, к человеку, который потерял большую часть своего состояния в крахе 1929 года и превратил этот опыт в стройную си-

стему. В следующей главе мы познакомимся с Бенджамином Грэмом, его жизнью, его книгами и его знаменитым мистером Рынком.

Глава 2. Бенджамин Грэм и рождение стоимостного подхода

Раз в неделю Вера ездит на электричке в соседний райцентр, где её фирма строит новую школу. Дорога занимает почти полтора часа в одну сторону, и обычно Вера проводит их за сметами или смотрит в окно на бесконечные перелески. На этот раз она достаёт из сумки купленную у вокзала книгу Бенджамина Грэма «Разумный инвестор» и открывает её с опаской. Толстый том с множеством примеров из американской истории середины прошлого века кажется ей сначала чужим и устаревшим. Однако уже через полчаса она замечает, что делает пометки на полях карандашом, как делала когда-то в институте.

Её поражает одна вещь: книга написана человеком, который сам пережил то, чего боится каждый начинающий инвестор. Он видел, как рынок падает почти на девяносто процентов, терял деньги свои и чужие, а потом заново выстраивал свой подход. Вера ожидала найти в книге сухие формулы, а нашла рассуждения о человеческом характере, страхе и жадности. Она звонит Тимуру вечером и говорит, что ему тоже стоило бы это прочитать. Тимур отвечает, что книги семидесятилетней давности вряд ли помогут понять облачные сервисы, но всё-таки записывает название.

В этой главе мы познакомимся с человеком, которого называют отцом стоимостного инвестирования. Его жизнь сама по себе поучительна: в ней есть бедность и богатство, крах и возрождение, преподавание и практика. Понимание того, откуда взялись идеи Грэма, помогает понять и сами идеи. Они родились не в кабинете теоретика, а в результате болезненного опыта, и именно поэтому оказались такими устойчивыми.

Бенджамин Грэм родился в 1894 году в Лондоне, в семье торговца фарфором. Когда ему был всего год, семья переехала в Нью-Йорк, где отец открыл магазин и поначалу дела шли неплохо. Когда мальчику было девять лет, отец умер, и семья быстро обеднела. Мать пыталась поддерживать достаток, сдавая комнаты, а позже вложила остатки сбережений в акции, купленные в долг, и потеряла их во время биржевой паники 1907 года. Так ещё ребёнком Грэм увидел, как рынок может разрушить благополучие семьи.

Бедность не помешала ему блестяще учиться. Он поступил в Колумбийский университет и окончил его в 1914 году одним из лучших выпускников курса. Университет предложил ему сразу несколько преподавательских мест: на кафедрах английского языка, математики и философии. Грэм отказался от академической карьеры и по совету декана пошёл работать на Уолл-стрит. Двадцатилетний выпускник начал с самой простой работы в брокерской фирме, а через несколько лет стал аналитиком и партнёром.

Уолл-стрит того времени сильно отличалась от нынешнего рынка. Компании раскрывали о себе очень мало, отчёты были скупыми и нерегулярными, а большинство участников рынка покупало акции по слухам и советам знакомых. Анализ отчётности считался занятием скучным и малополезным, ведь настоящие деньги делались на информации, полученной раньше других. Грэм пошёл другим путём: он стал читать всё, что компании были обязаны публиковать, включая отчёты для отраслевых регуляторов, которые почти никто не открывал. В этих документах он раз за разом находил компании, которые стоили на бирже меньше, чем их имущество.

К середине 1920-х годов Грэм стал успешным управляющим. В 1926 году он создал собственное инвестиционное партнёрство, к которому вскоре присоединился Джером Ньюман, ставший его партнёром на три десятилетия. Партнёрство показывало прекрасные результаты, и Грэм стал богатым человеком. Он жил в роскошной квартире, держал прислугу и пользовался уважением на Уолл-стрит. В 1928 году он начал читать вечерний курс об анализе ценных бумаг в родном Колумбийском университете, и его лекции быстро стали популярными.

Затем наступил роковой для многих 1929 год. Осенью начался обвал, который поначалу выглядел как обычная коррекция. Грэм, как и многие опытные участники рынка, считал, что худшее позади, и продолжал держать позиции, ча-

стично купленные на заёмные деньги. Однако падение растянулось на три года. К середине 1932 года основной американский индекс акций потерял почти девяносто процентов от пика, а партнёрство Грэма — около семидесяти процентов своего капитала.

Для Грэма это была не только финансовая, но и личная катастрофа. Ему пришлось расстаться с роскошной квартирой и сократить расходы семьи. Партнёры, доверившие ему деньги, понесли большие потери, и Грэм несколько лет работал практически бесплатно, пока не восстановил их капитал. Многие на его месте ушли бы с рынка навсегда. Грэм сделал другое: он подробно разобрал свои ошибки и превратил их в систему правил.

Какие же выводы он сделал из этого опыта? Первый вывод касался заёмных денег. Грэм понял, что даже хорошие покупки могут разорить инвестора, если тот использует долг и вынужден продавать в худший момент.

Арифметика долга беспощадна, и её полезно один раз посчитать самому. Допустим, у вас есть двести тысяч рублей, и вы берёте у брокера ещё двести тысяч, чтобы купить акций на четыреста тысяч. Если акции подешевеют на сорок процентов, ваш портфель будет стоить двести сорок тысяч, а после возврата долга у вас останется сорок тысяч, то есть потеря составит восемьдесят процентов собственных денег. Без долга то же падение стоило бы вам сорока процентов, и вы могли бы спокойно ждать восстановления. Долг не только

удваивает потери, но и лишает вас главного преимущества инвестора — возможности ждать.

Вернёмся теперь к остальным выводам, которые сделал Грэм. Второй вывод касался цен: акции могут падать гораздо ниже любой разумной оценки и оставаться там годами. Третий вывод касался самой природы инвестирования: безопасность вложений определяется не надеждами на будущее, а тем, сколько реальной стоимости вы получаете за свои деньги прямо сейчас.

Из этих выводов выросла книга, которую Грэм написал вместе со своим коллегой и бывшим студентом Дэвидом Доддом. Она вышла в 1934 году, в разгар Великой депрессии, и называлась «Анализ ценных бумаг». Это был толстый и сложный труд на несколько сотен страниц, адресованный профессионалам. В нём впервые систематически объяснялось, как анализировать облигации, привилегированные и обыкновенные акции, как читать отчётность и как отличать надёжные вложения от рискованных.

Главная идея книги была простой и для того времени смелой. Грэм и Додд утверждали, что у каждой ценной бумаги есть внутренняя стоимость, которую можно хотя бы приблизительно оценить по фактам: по имуществу, прибыли, дивидендам и перспективам компании. Рыночная цена может сильно отклоняться от этой стоимости под влиянием настроений, но со временем стремится к ней. Задача аналитика — найти бумаги, цена которых заметно ниже внутренней стои-

мости, и купить их с запасом на возможные ошибки. Об этом запасе мы подробно поговорим в третьей главе.

Книга сразу стала классикой и с тех пор многократно переиздавалась. Её называли библией аналитиков, и несколько поколений профессионалов учились по ней читать отчётность. Многие примеры в ней касались железных дорог и промышленных компаний первой половины прошлого века, но сам метод оказался удивительно долговечным. Даже сегодня, когда отчётность публикуется в цифровом виде, а анализ ведётся на компьютерах, логика Грэма и Додда лежит в основе работы большинства аналитиков.

Показательно, что книга начиналась не с акций, а с облигаций. Грэм и Додд считали, что анализ любой ценной бумаги нужно начинать с вопроса о безопасности: способна ли компания выполнить свои обязательства при неблагоприятных обстоятельствах. Акцию они рассматривали как долю в бизнесе, которая получает то, что остаётся после расчётов с кредиторами. Отсюда их внимание к долгу, к запасу прибыли сверх процентных платежей и к имуществу, которое остаётся у акционеров при самом плохом исходе. Такой взгляд снизу вверх, от худшего сценария к лучшему, стал отличительной чертой стоимостного подхода.

Одним из важнейших вкладов Грэма стало чёткое разграничение инвестиции и спекуляции. До него эти слова использовали как синонимы, и любую покупку акций называли инвестицией. Грэм предложил для них строгое и яс-

ное определение. Инвестиционной он считал такую операцию, которая после тщательного анализа обещает сохранность вложенных денег и приемлемый доход. Всё, что не отвечает этим требованиям, он называл спекуляцией.

В этом определении три части, и каждая важна. Первая часть — тщательный анализ: покупка без изучения фактов, по совету или по графику, не может быть инвестицией, как бы долго вы ни держали бумагу. Вторая часть — сохранность вложенных денег: инвестор прежде всего думает о том, как не потерять, а не о том, сколько заработать. Третья часть — приемлемый, а не максимальный доход: инвестор не гонится за рекордами, а довольствуется разумной доходностью.

Грэм не осуждал спекуляцию как таковую. Он считал, что спекулировать можно, если делать это осознанно, на небольшую часть капитала и не путать с инвестированием. Опасность возникает тогда, когда человек спекулирует, думая, что инвестирует. Покупка акций модной компании по любой цене с надеждой продать дороже — спекуляция, даже если её называют долгосрочным вложением. Вера, читая эти строки, думает о Тимуре, но потом честно признаётся себе, что и её собственная покупка комбината была сделана после двадцати минут изучения одной таблицы.

Применим определение Грэма к ситуациям, знакомым каждому частному инвестору. Человек прочитал в канале в мессенджере, что акции некой компании «вот-вот взлетят», и купил их, не открыв ни одного отчёта. Это спекуляция,

причём неосознанная, а значит, самая опасная. Другой человек изучил отчётность компании за пять лет, оценил её долг и прибыль, сравнил цену со стоимостью и купил бумагу на разумную долю капитала. Это инвестиция, даже если через месяц цена упадёт.

Третий человек сознательно отвёл небольшую сумму на краткосрочную ставку на новости и готов её потерять; это спекуляция, но честная, и Грэм не стал бы его упрекать.

Самая знаменитая идея Грэма появилась в «Разумном инвесторе», книге, которую он выпустил в 1949 году. В отличие от «Анализа ценных бумаг», эта книга была адресована обычным людям, а не профессионалам. В ней Грэм предложил аллегорию, которая с тех пор стала частью языка инвесторов всего мира. Он попросил читателя представить, что тот владеет долей в небольшом бизнесе вместе с партнёром по имени мистер Рынок.

Чтобы картина стала ближе, перенесём её в знакомые нам обстоятельства. Представьте, что вы вместе с соседом по даче вскладчину построили большую теплицу и выращиваете в ней огурцы и помидоры на продажу. Каждый из вас владеет половиной, и теплица приносит стабильный доход летом. Ваш сосед — человек очень эмоциональный. Каждое утро он заходит к вам через калитку и называет цену, по которой готов купить вашу половину теплицы или продать вам свою.

В хорошем настроении, когда светит солнце и по радио говорят об урожае, сосед называет высокую цену и уверяет,

что теплица стоит целое состояние. В плохом настроении, когда идёт дождь или соседка поругалась с ним из-за забора, он называет смехотворно низкую цену и говорит, что теплица никому не нужна. При этом сама теплица не меняется: в ней растут те же огурцы, она приносит тот же доход. Меняется только настроение вашего соседа по даче.

Как разумно вести себя с таким партнёром? Грэм отвечал, что его предложения можно использовать, но нельзя позволять им управлять собой.

Когда сосед предлагает абсурдно низкую цену за свою половину, можно купить её. Когда он предлагает абсурдно высокую цену за вашу, можно продать. В остальные дни его можно просто игнорировать и спокойно заниматься огурцами. Главное — помнить, что сосед существует, чтобы служить вам, а не руководить вами.

Мистер Рынок — это биржа, которая каждый день показывает цену вашей акции. Цена меняется постоянно, иногда на несколько процентов за день, хотя бизнес компании за этот день почти не меняется. Начинающий инвестор часто воспринимает движение цены как сигнал: раз акция дешевеет, значит, с компанией что-то не так, и нужно продавать. Грэм учил обратному: цена — это предложение партнёра в определённом настроении, а не оценка стоимости бизнеса.

Эта простая аллегория меняет всё отношение к колебаниям рынка. Падение цен перестаёт быть угрозой и становится возможностью купить больше по выгодной цене. Рост цен

перестаёт быть поводом для эйфории и становится поводом задуматься, не пора ли продать часть бумаг соседу, который слишком воодушевлён. Вера вспоминает, что купила акции комбината в момент, когда весь рынок падал третью неделю подряд, и ей нравится думать, что она воспользовалась плохим настроением мистера Рынка.

Впрочем, у аллегории есть важная оговорка, о которой новички часто забывают. Мистер Рынок не всегда ошибается. Иногда он называет низкую цену, потому что знает о проблемах в бизнесе больше, чем вы. Иногда высокая цена отражает реальные перспективы компании, а не просто хорошее настроение.

Пользоваться мистером Рынком можно только тогда, когда у вас есть собственная оценка стоимости, достаточно надёжная, чтобы спорить с ним. Без такой оценки вы не можете отличить его панику от трезвого знания.

Посмотрим, как мистер Рынок мог бы обойтись с позицией Веры за один год. Она купила одиннадцать тысяч акций комбината по тридцать шесть рублей, и её позиция стоила триста девяносто шесть тысяч. Допустим, весной на рынке паника, и цена падает до тридцати рублей, а позиция дешевеет до трёхсот тридцати тысяч. Осенью настроение меняется, и цена поднимается до сорока двух рублей, а позиция стоит уже четыреста шестьдесят две тысячи. За этот год комбинат продал примерно столько же муки, заработал примерно ту же прибыль и выплатил те же дивиденды, а разница между

худшей и лучшей оценкой позиции составила сто тридцать две тысячи рублей.

Во времена Грэма мистер Рынок заходил к инвестору раз в день, вместе с утренней газетой, где печатались цены закрытия. Сегодня он стучится каждую секунду. Приложение брокера показывает изменение цены в реальном времени, присылает уведомления о резких движениях, рядом всплывают новости и мнения сотен комментаторов. Соблазн реагировать на каждое настроение соседа стал во много раз сильнее, чем семьдесят лет назад. Поэтому совет Грэма игнорировать мистера Рынка в обычные дни сегодня ещё актуальнее, чем при его жизни.

Ещё одно различие, которое Грэм провёл в «Разумном инвесторе», касалось самих инвесторов. Он разделил их на два типа: оборонительных и предприимчивых. Различие между ними определялось не размером капитала и не уровнем знаний, а тем, сколько времени и сил человек готов вкладывать в инвестиции. Грэм считал, что обе роли достойны уважения, но каждая требует своего подхода. Самая большая беда, по его мнению, — пытаться играть роль предприимчивого инвестора, не имея для этого ни времени, ни желания.

Оборонительный инвестор, в понимании Грэма, хочет прежде всего избежать серьёзных ошибок и потерь и не тратить много времени на принятие решений. Ему Грэм рекомендовал держать портфель из облигаций и акций крупных надёжных компаний в пропорции, которая меняется в пре-

делах от четверти до трёх четвертей. При обычных условиях доли можно держать примерно равными, а когда акции кажутся очень дорогими, сокращать их долю, и наоборот. Конкретные правила отбора акций для такого инвестора мы разберём в четвёртой главе.

Посмотрим, как работает правило Грэма о соотношении акций и облигаций. Допустим, оборонительный инвестор вложил шестьсот тысяч рублей поровну: триста тысяч в акции и триста тысяч в облигации. Через год акции выросли на сорок процентов и стоят четыреста двадцать тысяч, а облигации остались около трёхсот тысяч, если не считать купонов. Весь портфель стоит семьсот двадцать тысяч, и чтобы вернуться к равным долям, инвестор продаёт акций на шестьдесят тысяч и покупает на эти деньги облигации. В итоге у него по триста шестьдесят тысяч в каждой части, и он автоматически продал часть акций после роста, не пытаясь угадать вершину рынка.

Это простое правило — первая практическая встреча с мистером Рынком. Когда сосед воодушевлён и цены растут, оборонительный инвестор продаёт ему часть акций. Когда сосед в унынии и цены падают, инвестор докупает акции за счёт облигаций. Делать это нужно не по настроению, а по заранее заданному правилу, например раз в год или при отклонении долей больше чем на десять пунктов. Так дисциплина заменяет прогнозы, которые всё равно никому не удаются.

Предприимчивый инвестор готов тратить на инвестиции

много времени и сил в надежде получить доходность выше средней. Ему Грэм открывал более широкий круг возможностей: покупку компаний дешевле их оборотных активов, вложения в бумаги компаний в особых ситуациях, покупку облигаций проблемных эмитентов со скидкой. Однако и здесь он предупреждал, что успех требует не столько ума, сколько дисциплины и готовности действовать вопреки большинству. Многие люди, считающие себя предприимчивыми, на самом деле просто активны, а активность без системы обычно снижает доходность.

Вера задумывается, к какому типу относится она сама. Ей нравится считать, но двое детей, работа и дом оставляют на инвестиции не больше нескольких часов в неделю. Она решает, что основная часть её портфеля должна оставаться оборонительной: облигации федерального займа и фонд на индекс. Небольшую часть, не больше пятой доли, она готова отвести под самостоятельный поиск недооценённых бумаг. Такое решение кажется ей разумным компромиссом между интересом к делу и честной оценкой своего времени.

Вернёмся к судьбе самого Грэма. После краха 1929–1932 годов его партнёрство постепенно восстановилось, а в 1936 году было преобразовано в компанию Graham-Newman. В следующие двадцать лет она показывала результаты, заметно превышавшие доходность рынка, при умеренном риске. Грэм и Ньюман покупали бумаги дешевле их оборотных активов, участвовали в слияниях и ликвидациях компаний, ис-

пользовали ситуации, в которых цена явно расходилась со стоимостью. Деятельность компании хорошо описана в литературе и стала образцом дисциплинированного стоимостного подхода.

Самая удачная сделка Грэма парадоксальным образом нарушала его собственные правила. В 1948 году Graham-Newman купила половину страховой компании GEICO, которая продавала автомобильные страховки государственным служащим напрямую, без посредников. За эту долю было заплачено около семисот двенадцати тысяч долларов, что составляло примерно четверть капитала фонда, гораздо больше, чем Грэм обычно позволял вкладывать в одну бумагу. Позже по требованию регулятора акции GEICO были распределены между акционерами Graham-Newman, и многие из них продолжили держать бумаги.

GEICO оказалась компанией с выдающимися перспективами роста. Благодаря низким расходам на продажу полисов она могла предлагать более дешёвую страховку и при этом зарабатывать больше конкурентов. Стоимость этой доли со временем выросла во много раз. Сам Грэм позже писал, что прибыль от одной этой сделки превзошла суммарный результат всех остальных операций за двадцать лет, проведённых в тщательном отборе дешёвых бумаг. Этот вывод он сделал с иронией над собственными правилами: иногда одна отличная растущая компания стоит сотни удачных дешёвых покупок.

Интересно, что эту же компанию в 1951 году открыл для себя студент Грэма Уоррен Баффет. Узнав, что учитель входит в совет директоров GEICO, он приехал в офис компании в выходной день и добился разговора с одним из руководителей, который несколько часов объяснял ему устройство страхового бизнеса. Подробнее о Баффете и о том, как он развил идеи учителя, мы поговорим в шестой главе. Для нас важно, что история с GEICO уже содержала зерно будущего спора стоимости и роста.

Значительную часть своей жизни Грэм посвятил преподаванию. Почти три десятилетия он читал курс в Колумбийском университете, а после ухода на покой — в Калифорнийском университете в Лос-Анджелесе. Его студенты вспоминали, что на занятиях он разбирал реальные компании и реальные отчёты, часто с примерами из текущей биржевой жизни. Он не скрывал своих ошибок и охотно обсуждал их со студентами. Многие из его учеников стали успешными инвесторами и управляющими.

У Грэма был любимый педагогический приём, который полезно перенять каждому начинающему инвестору. Он показывал студентам цифры двух компаний, скрыв их названия, и просил решить, какая из них выглядит привлекательнее. Студенты сравнивали прибыль, долг, имущество и цену, а потом узнавали, что за буквами скрывались известные компании, о которых у них уже было сложившееся мнение. Часто оказывалось, что без названий их выбор был совсем

другим. Этот приём учит главному: судить о бумаге по цифрам, а не по репутации, громкому имени или новостям.

В 1984 году, к пятидесятилетию «Анализа ценных бумаг», Баффет выступил в Колумбийском университете с речью, которая впоследствии была опубликована под названием «Суперинвесторы из Грэм-и-Доддсвилля». В ней он рассказал о нескольких управляющих, учившихся у Грэма или работавших с ним, которые много лет подряд обгоняли рынок. Их стили заметно различались, портфели почти не пересекались, но всех объединяла одна идея: покупать бизнес дешевле его стоимости. Баффет использовал этот пример, чтобы показать, что успех стоимостного подхода нельзя объяснить простым везением.

Грэм также много сделал для профессии финансового аналитика. Он выступал за то, чтобы аналитики проходили обучение и сдавали экзамены, подтверждающие их квалификацию, как это делают врачи и юристы. Его идеи легли в основу профессиональной сертификации аналитиков, первые дипломы которой были выданы в 1963 году. Сегодня эта сертификация известна во всём мире, а Грэма часто называют отцом профессии финансового аналитика.

В 1956 году Грэм закрыл Graham-Newman и отошёл от активной работы на рынке. Ему было шестьдесят два года, он был обеспеченным человеком и хотел посвятить время другим интересам: переводам, преподаванию, литературе. Последние годы он провёл в Калифорнии и во Франции. До са-

мой смерти в 1976 году он продолжал обновлять «Разумного инвестора», и последнее прижизненное издание вышло в 1973 году. Именно это издание чаще всего переводят и читают сегодня.

Особенно любопытны взгляды Грэма в последние годы жизни. В интервью, опубликованном в профессиональном журнале для финансовых аналитиков в 1976 году, незадолго до его смерти, он сказал вещь, которая удивила многих последователей. Он признался, что больше не сторонник сложных методов анализа ценных бумаг в поиске выдающихся возможностей. По его словам, такой анализ был плодотворен сорок лет назад, когда рынок был мало изучен, но с тех пор ситуация сильно изменилась.

Что же он предлагал взамен? Грэм говорил о простых правилах, применяемых к широкому набору акций, а не о глубоком изучении нескольких компаний. Он описывал подход, при котором инвестор покупает группу акций, удовлетворяющих одному-двум простым критериям дешевизны, например низкому отношению цены к прибыли или цене ниже чистых оборотных активов. Затем каждую бумагу продают после заметного роста или по истечении заранее заданного срока, если роста не случилось. По словам Грэма, результаты таких простых правил при проверке на исторических данных были вполне удовлетворительными.

Эта поздняя позиция Грэма до сих пор вызывает споры. Одни видят в ней предвосхищение современных количе-

ственных стратегий, которые отбирают акции по формальным признакам без глубокого анализа каждой компании. Другие считают, что Грэм говорил о профессиональном рынке своего времени, где сотни аналитиков изучали одни и те же крупные компании. Для частного инвестора на российском рынке, где за многими компаниями следят лишь несколько аналитиков, внимательное изучение отчётности по-прежнему может давать преимущество.

Для Веры поздний Грэм становится неожиданным утешением. Она понимает, что не обязана быть аналитиком уровня крупного фонда, чтобы применять его идеи. Простые правила, дисциплина и отказ от покупок по слухам уже дают ей преимущество перед многими участниками рынка. Сложный анализ полезен, но без дисциплины он бесполезен, а дисциплина без сложного анализа всё равно работает.

Подумаем, какие идеи Грэма особенно важны для нашей книги. Первая — разделение цены и стоимости: цена определяется настроением рынка, стоимость — бизнесом. Вторая — мистер Рынок: колебания цен можно использовать, но нельзя позволять им управлять собой. Третья — инвестиция как операция, основанная на анализе и обещающая сохранность капитала. Четвёртая — честная оценка своих сил и выбор роли оборонительного или предприимчивого инвестора.

Отдельно стоит сказать о том, чего у Грэма нет и что часто ему приписывают. Грэм не утверждал, что любая дешёвая акция выгодна, и не призывал покупать бумаги только по

низкому мультипликатору. Он требовал анализа финансового положения, стабильности прибыли и дивидендной истории. Он не отвергал рост как таковой и, как показывает история с GEICO, признавал его ценность. Он лишь предупреждал, что прогнозы роста ненадёжны, и поэтому платить за рост нужно с большой осторожностью.

Наконец, Грэм не считал, что стоимостный подход приносит быстрые результаты. Он неоднократно подчёркивал, что рынок может годами не признавать недооценённость, и инвестору нужно терпение. Его знаменитое сравнение звучит примерно так: в краткосрочной перспективе рынок похож на машину для голосования, а в долгосрочной — на весы. Иными словами, в короткий срок цену определяет популярность, а в длинный — реальный вес бизнеса.

Типичная ошибка новичков, впервые прочитавших Грэма, — механическое применение его примеров к современному рынку. Человек находит в книге критерий вроде «покупайте акции с мультипликатором прибыли не выше определённого уровня» и начинает покупать всё, что ему отвечает, не задумываясь о причинах дешевизны. Через год он обнаруживает, что половина купленных бумаг продолжила дешеветь, и разочаровывается в Грэме. На самом деле Грэм предлагал не набор механических фильтров, а способ мышления, в котором фильтры — лишь первый шаг.

Другая ошибка — считать идеи Грэма устаревшими только потому, что примеры в его книгах касаются компаний,

давно исчезнувших с рынка. Люди за последние сто лет не изменились: они так же поддаются панике и жадности, так же переоценивают модные истории и недооценивают скучные компании. Мистер Рынок жив и здоров, и его настроение меняется так же резко, как во времена Грэма. Поменялись инструменты анализа и скорость распространения информации, но не человеческая природа, на которой построен стоимостный подход.

Вечером после поездки Вера пишет Тимуру длинное сообщение. Она рассказывает о мистере Рынке, о разнице между инвестицией и спекуляцией и о сделке с GEICO. Тимур отвечает быстро и с торжеством: даже сам Грэм признал, что одна растущая компания принесла ему больше, чем все дешёвые. Вера смеётся и пишет в ответ, что Грэм купил GEICO по разумной цене, а не за сорок семь годовых прибылей. Спор продолжается, но теперь у обоих появляется общая точка опоры.

Подведём итоги этой главы в нескольких фразах. Бенджамин Грэм пришёл к стоимостному подходу через тяжёлый опыт: бедность в детстве, потерю капитала в 1929–1932 годах и долгое восстановление. Он отделил инвестицию от спекуляции, описал внутреннюю стоимость как основу анализа и придумал мистера Рынка, который помогает спокойно относиться к колебаниям цен. Он разделил инвесторов на оборонительных и предприимчивых и всю жизнь учил других, а в конце жизни пришёл к выводу, что простые правила и

дисциплина важнее сложных расчётов.

Из всех идей Грэма он сам считал главной одну, которой посвятил заключительную главу «Разумного инвестора». Он сформулировал её в двух словах, которые с тех пор стали девизом стоимостных инвесторов всего мира: запас прочности. В следующей главе мы подробно разберём, что означает эта идея, как оценить необходимый запас и почему Вера, казалось бы купившая комбинат с большой скидкой, на самом деле получила гораздо меньший запас, чем думала.

Глава 3. Запас прочности как главный принцип

В воскресенье Вера садится за кухонный стол с ноутбуком, чашкой чая и «Разумным инвестором», раскрытым на последней главе. Она хочет раз и навсегда посчитать, насколько выгодно купила акции комбината. Цифры кажутся ей очевидными: балансовая стоимость компании составляет двенадцать миллиардов рублей, или шестьдесят рублей на акцию, а она заплатила тридцать шесть. Значит, её скидка к имуществу компании — сорок процентов. Вера с удовольствием записывает эту цифру в тетрадь и подчёркивает её двумя линиями.

Вечером она с гордостью пересказывает свой расчёт Тимуру по видеосвязи. Тимур слушает и задаёт вопрос, на который у неё нет готового ответа: если комбинат так очевидно стоит на сорок процентов дороже, почему его акции никто не покупает? На бирже торгуются сотни профессиональных управляющих с аналитиками и мощными компьютерами. Неужели все они пропустили скидку, которую Вера нашла за один вечер? Вера отвечает, что профессионалы не интересуются мелкими скучными компаниями, но после разговора её уверенность заметно слабеет.

Вопрос Тимура — один из самых полезных вопросов в ин-

вестициях. Когда вам кажется, что вы нашли большую скидку, стоит спросить себя, почему её не видят остальные. Иногда ответ действительно в том, что рынок ленив или напуган. Иногда же скидка существует только на бумаге, а реальная стоимость бизнеса гораздо ближе к цене, чем кажется. В этой главе мы разберём главный принцип стоимостного инвестирования — запас прочности — и вместе с Верой посчитаем, сколько его на самом деле в её покупке.

Начнём с понятия, на котором держится весь стоимостный подход. Внутренняя стоимость компании — это ценность, которую бизнес принесёт своим владельцам за всё время существования: дивиденды, выкуп акций, рост имущества, итоговая стоимость при продаже. Её нельзя увидеть в биржевом терминале, как цену. Её можно только оценить, опираясь на отчётность, понимание бизнеса и допущения о будущем. В первой книге серии мы подробно разбирали способы такой оценки, от сравнения мультипликаторов до модели дисконтированных денежных потоков.

Главное, что нужно понять о внутренней стоимости, — это не точка, а диапазон. Даже очень опытный аналитик не может сказать, что компания стоит ровно сорок два рубля семьдесят копеек за акцию. Он может сказать, что стоимость, скорее всего, лежит где-то между тридцатью пятью и пятьюдесятью рублями, а при особенно удачном стечении обстоятельств может оказаться выше. Ширина этого диапазона зависит от предсказуемости бизнеса. У коммунальной компа-

нии с регулируемыми тарифами он узкий, у молодой технологической компании — очень широкий.

Грэм хорошо понимал эту неопределённость. Он писал, что для принятия решения не нужно знать точную стоимость: достаточно убедиться, что она заметно выше цены. Он приводил сравнение с человеком, о котором можно сказать, что он весит больше ста килограммов, не ставя его на весы, если тот очевидно крупный. Точно так же можно сказать, что компания стоит дороже своей цены, не вычисляя стоимость до копейки, если разрыв очевиден. Если же разрыв приходится доказывать сложными расчётами, его, скорее всего, нет.

Как на практике получить диапазон стоимости, не будучи профессиональным аналитиком? Удобнее всего оценить компанию несколькими независимыми способами и посмотреть, где они сходятся. Один способ опирается на сравнение мультипликаторов с похожими компаниями, другой — на дивиденды или свободный денежный поток, третий — на имущество компании. Каждый из этих методов подробно разобран в первой книге серии, и здесь важно лишь одно: самая низкая из разумных оценок становится нижней границей диапазона, самая высокая — верхней. Если оценки разбегаются вдвое, это не ошибка, а честный сигнал о том, что будущее компании трудно предсказать.

Из понимания стоимости как диапазона вытекает и понятие запаса прочности. Запас прочности — это разница меж-

ду оценкой внутренней стоимости и ценой, которую вы платите. Если вы оцениваете стоимость в сто рублей и покупаете акцию за семьдесят, ваш запас прочности — тридцать рублей, или тридцать процентов от стоимости. Этот запас защищает вас от ошибок: даже если ваша оценка окажется завышенной на двадцать процентов, вы всё равно купили дешевле настоящей стоимости.

Чтобы почувствовать смысл этого запаса, представьте, что вы покупаете подержанный автомобиль. Вы нашли машину, которая, по вашей оценке, в хорошем состоянии стоила бы шестьсот тысяч рублей. Вы внимательно осмотрели её, съездили на диагностику, проверили историю. Тем не менее вы знаете, что у подержанной машины всегда есть скрытые проблемы, которые не видны при осмотре: износ коробки передач, ржавчина под обшивкой, усталость подвески.

Разумный покупатель не станет платить за такую машину все шестьсот тысяч. Он постарается купить её за четыреста пятьдесят или пятьсот, чтобы у него остались деньги на непредвиденный ремонт. Если ремонт не понадобится, он получит отличную машину со скидкой. Если понадобится, он всё равно не переплатит. Неразумный покупатель, влюбившийся в цвет кузова, заплатит полную цену, а при первой поломке обнаружит, что машина обошлась ему дороже новой.

Запас прочности в инвестициях работает точно так же. Вы никогда не знаете всех проблем компании, даже если вни-

мательно изучили её отчётность. Поэтому вы покупаете со скидкой, которая покроет ошибки и неприятные сюрпризы. Чем меньше вы знаете о компании и чем менее предсказуем её бизнес, тем больше должна быть скидка. Чем лучше вы понимаете бизнес и чем он стабильнее, тем меньшей скидкой можно удовлетвориться.

Вере эта логика знакома по работе, хотя раньше она не связывала её с акциями. Составляя смету на строительство школы, она всегда закладывает резерв на непредвиденные работы и затраты. Никто заранее не знает, что найдут рабочие, когда вскроют грунт, и насколько подорожают материалы за время стройки. Опытный сметчик не надеется, что всё пойдёт по плану, а оставляет запас, который покроет неизбежные сюрпризы. Вера с удивлением понимает, что на работе она двадцать лет применяет принцип Грэма, а в собственных инвестициях забыла о нём при первой же покупке.

От каких именно ошибок защищает запас прочности? Их можно разделить на три большие группы. Первая — ошибки оценки: вы неверно оценили прибыль, выбрали слишком низкую ставку дисконтирования, не заметили скрытый долг или переоценили имущество. Вторая — ошибки, связанные с самим бизнесом: в компании случается то, чего никто не мог предвидеть, например пожар на заводе, уход крупного клиента, новый налог или появление сильного конкурента.

Третья группа — ошибки, связанные с рынком. Даже если ваша оценка верна и бизнес развивается по плану, цена мо-

жет ещё долго не подниматься до стоимости, а иногда опуститься ещё ниже. Вы можете оказаться в ситуации, когда вам понадобятся деньги в самый неудачный момент. Запас прочности не защищает от колебаний цены напрямую, но снижает вероятность того, что вы будете вынуждены продавать с убытком. Если вы купили со скидкой к стоимости, то падение рынка скорее даёт возможность докупить, чем вынуждает продать.

Примерьте эти три группы ошибок к комбинату Веры. Ошибка оценки может состоять в том, что она переоценила будущий свободный денежный поток, не заметив, что старые мельницы скоро потребуют крупного ремонта. Ошибка бизнеса — это, например, неурожай, из-за которого зерно подорожает на треть, а поднять цены на муку быстро не получится, потому что торговые сети сопротивляются. Ошибка рынка — это ситуация, когда весь российский рынок падает на четверть из-за внешних событий, и акции комбината дешевеют вместе с ним, хотя мука продаётся как прежде. Против каждой из этих неприятностей нужна своя часть запаса.

Стоит отдельно сказать о том, чего запас прочности не делает. Он не гарантирует прибыль и не защищает от всех потерь. Если вы ошиблись в оценке не на двадцать, а на шестьдесят процентов, никакая разумная скидка не спасёт. Если бизнес компании разрушается из-за перемен в отрасли, стоимость будет таять быстрее, чем вы успеете это заметить. Запас прочности снижает вероятность и размер потерь, но не

устраняет их полностью.

Ещё одно частое заблуждение — путать запас прочности с заранее заданным уровнем продажи при падении цены. Многие начинающие инвесторы ставят автоматическую заявку, которая продаёт бумагу, если она подешевела на десять процентов, и считают это защитой. Для стоимостного инвестора такой подход противоречит самой идее: если бумага подешевела, а стоимость бизнеса не изменилась, запас прочности стал больше, и это повод задуматься о покупке, а не о продаже. Защитой служит разрыв между ценой и стоимостью, а не реакция на движение цены. Продавать имеет смысл тогда, когда изменилась оценка стоимости, а не тогда, когда изменилось настроение мистера Рынка.

Сколько же запаса прочности нужно разумному инвестору? Единого ответа нет, но существуют ориентиры, которые используют практики. Для стабильного бизнеса с предсказуемой прибылью и умеренным долгом многие стоимостные инвесторы требуют скидку не меньше двадцати пяти — тридцати процентов от середины оценочного диапазона. Для циклических компаний, чья прибыль сильно зависит от цен на сырьё или экономического цикла, разумно требовать сорок-пятьдесят процентов. Для компаний в сложном положении, с высоким долгом или неясным будущим, скидка должна быть ещё больше.

Сам Грэм для покупки акций по цене ниже чистых оборотных активов, о которых мы поговорим в пятой главе,

требовал скидку в треть. Американский управляющий Сет Кларман в 1991 году выпустил книгу, которая так и называлась — «Запас прочности», и в ней подробно объяснял, почему стоимостный инвестор должен прежде всего думать о защите от потерь. Он подчёркивал, что требуемый запас зависит не только от бизнеса, но и от того, насколько инвестор уверен в своей оценке. Новичку, по понятным причинам, стоит требовать больший запас, чем опытному аналитику.

Книга Клармана, кстати, стала своеобразной легендой среди инвесторов. Она вышла небольшим тиражом, давно не переиздавалась, и её подержанные экземпляры продаются на аукционах за суммы, во много раз превышающие первоначальную цену. Сам этот факт по-своему иллюстрирует идею запаса прочности: редкая вещь, которая когда-то стоила дёшево, со временем была оценена по достоинству. Впрочем, основные мысли книги давно разошлись по статьям, лекциям и интервью, и читать её в оригинале для понимания принципа не обязательно.

Полезно понимать, почему требуемый запас зависит от уверенности. Представьте двух инвесторов, которые оценивают одну и ту же компанию. Первый десять лет работал в этой отрасли, знает руководство конкурентов и понимает, как устроены цены на сырьё. Второй прочитал о компании две статьи и посмотрел годовой отчёт. Даже если они получат одинаковую оценку стоимости, первому разумно доволь-

ствоваться запасом в двадцать процентов, а второму стоит требовать сорок, потому что вероятность скрытой ошибки в его расчёте гораздо выше.

Вернёмся к Вере и её расчёту. Её скидка в сорок процентов основана на сравнении цены с балансовой стоимостью. Балансовая стоимость — это имущество компании за вычетом долгов по данным бухгалтерии. Однако бухгалтерская оценка имущества и его реальная ценность для владельца — разные вещи. Мельница, построенная в шестидесятые годы, числится на балансе по стоимости, которая не имеет прямого отношения к тому, сколько денег она принесёт в будущем.

Ключ к пониманию лежит в рентабельности собственного капитала. Комбинат зарабатывает миллиард двести миллионов рублей чистой прибыли на двенадцать миллиардов капитала, то есть десять процентов в год. Требуемая доходность для российских акций, как мы условились в первой книге серии, составляет около шестнадцати процентов в год при доходности облигаций федерального займа около двенадцати процентов. Получается, что каждый рубль капитала комбината приносит меньше, чем инвестор мог бы получить, вложив его в другие акции с тем же риском.

Если капитал компании приносит меньше требуемой доходности, он стоит меньше своей балансовой оценки. Представьте вклад на миллион рублей, который приносит десять процентов годовых, тогда как все остальные банки предлагают шестнадцать. Никто не заплатит за такой вклад полный

миллион: покупатель потребует скидку, чтобы его реальная доходность сравнялась с рыночной. Точно так же рынок оценивает компанию, чей капитал работает хуже альтернатив. Скидка к балансу в этом случае — не ошибка рынка, а справедливая поправка.

У Грэма был и ещё один простой способ проверить запас прочности, который он перенёс в анализ акций из анализа облигаций. Для облигации запасом служит превышение прибыли компании над процентными платежами. Для акции Грэм предлагал сравнивать доходность прибыли, то есть прибыль на акцию, делённую на цену, с доходностью надёжных облигаций. У комбината прибыль на акцию — шесть рублей при цене тридцать шесть, то есть доходность прибыли около шестнадцати и семи десятых процента. При доходности облигаций федерального займа около двенадцати процентов разница составляет меньше пяти процентных пунктов, и это совсем немного, учитывая, что акция гораздо рискованнее облигации.

Посчитаем стоимость комбината более аккуратно. Первый способ расчёта можно назвать пессимистичным. Допустим, комбинат и дальше будет выплачивать половину прибыли в виде дивидендов, а вторую половину вкладывать в бизнес с той же рентабельностью в десять процентов. Тогда прибыль будет расти на пять процентов в год: половина прибыли, вложенная под десять процентов, даёт прирост капитала и прибыли на пять процентов. Дивиденд в следующем

году составит около трёх рублей пятнадцати копеек на акцию.

Стоимость акции при постоянно растущих дивидендах можно оценить по простой формуле, которую мы разбирали в первой книге серии: следующий дивиденд делится на разницу между требуемой доходностью и темпом роста. Три рубля пятнадцать копеек, делённые на одиннадцать процентов, разницу между шестнадцатью и пятью процентами, дают около двадцати восьми рублей шестидесяти копеек на акцию. Это меньше, чем заплатила Вера, и гораздо меньше балансовой стоимости в шестьдесят рублей. Если компания будет вкладывать удержанную прибыль с низкой отдачей, её акции стоят дешевле, чем кажется.

Второй способ — это взгляд на компанию глазами владельца. Посмотрим, сколько денег бизнес реально генерирует сверх необходимого. Свободный денежный поток комбината составляет около миллиарда рублей в год, или пять рублей на акцию. Значительная часть этих денег не нужна для поддержания бизнеса: комбинат может продолжать работать и расти вместе с инфляцией, вкладывая лишь столько, сколько требуется на замену изношенного оборудования. Если бы все свободные деньги отдавались акционерам, а бизнес рос бы вместе с инфляцией на четыре процента в год, стоимость акции составила бы пять рублей, умноженные на одну целую четыре сотых и делённые на двенадцать процентов, то есть около сорока трёх рублей.

Разница между двумя оценками — почти пятнадцать рублей на акцию, и это очень поучительно. Оценки различаются не потому, что в одной из них ошибка, а потому, что они предполагают разное поведение руководства.

Если удержанные деньги будут вложены в проекты с низкой отдачей, акция стоит около двадцати девяти рублей. Если они будут возвращены акционерам, акция стоит около сорока трёх. Стоимость компании зависит не только от того, сколько она зарабатывает, но и от того, как она распоряжается заработанным. Этому вопросу мы посвятим восьмую главу.

Есть у комбината и ещё один источник стоимости, который не виден в прибыли. На окраине Рязани, где когда-то стоял элеватор комбината, у компании есть участок площадью двенадцать гектаров. Элеватор давно не работает, и участок не приносит никакого дохода. На балансе он числится по старой стоимости около ста пятидесяти миллионов рублей. Однако город вырос, рядом построили жилой квартал и торговый центр, и независимый оценщик, приглашённый компанией два года назад, оценил участок примерно в два миллиарда четыреста миллионов рублей.

Такие активы называют скрытыми, потому что их реальная ценность не отражена ни в прибыли, ни в балансе. Если компания продаст участок, ей придётся заплатить налог с разницы между ценой продажи и балансовой стоимостью. Разница составит два миллиарда двести пятьдесят милли-

онов рублей, налог по ставке двадцать пять процентов — около пятисот шестидесяти двух миллионов. После налога у компании останется около миллиарда восьмисот тридцати восьми миллионов рублей, или примерно девять рублей двадцать копеек на акцию. Подробнее о скрытых активах и о том, как их находить, мы поговорим в пятой главе.

Теперь можно собрать оценку целиком. Операционный бизнес комбината стоит от двадцати девяти до сорока трёх рублей на акцию в зависимости от того, как руководство распорядится деньгами. К этому нужно добавить около девяти рублей за участок, если он когда-нибудь будет продан. Получается диапазон примерно от тридцати восьми до пятидесяти двух рублей на акцию с серединой около сорока пяти рублей. Это не очень точно, но, как мы говорили, точность здесь и не нужна.

Каков же реальный запас прочности Веры? По отношению к нижней границе диапазона, тридцати восьми рублям, её цена в тридцать шесть рублей даёт запас около пяти процентов. По отношению к середине диапазона, сорока пяти рублям, запас составляет около двадцати процентов. Это гораздо меньше тех сорока процентов, которые Вера подчеркнула в своей тетради. Её покупка не была ошибкой, но и не была той очевидной удачей, какой она казалась.

Вера долго сидит над этими расчётами. Ей неприятно признавать, что скидка к балансу оказалась иллюзией, но она ценит честность цифр. Она записывает в тетрадь новое пра-

вило: для стабильного бизнеса покупать не дороже, чем с запасом в двадцать пять — тридцать процентов от середины оценки. Для комбината это означало бы цену не выше тридцати двух — тридцати четырёх рублей. Она решает пока не продавать акции, но и не докупать их, пока цена не опустится до этого уровня.

Вера записывает и то, как будет действовать в разных случаях, чтобы потом не принимать решения под влиянием эмоций. Если цена опустится до тридцати двух рублей, а в бизнесе не случится ничего плохого, она докупит акций на сто тысяч рублей. Если компания объявит о крупных вложениях в проекты с сомнительной отдачей, она пересчитает стоимость по пессимистичному варианту и, возможно, продаст часть бумаг. Если цена поднимется выше пятидесяти рублей, к верхней границе её оценки, она продаст половину позиции. Эти простые правила, записанные заранее, защищают её от собственной жадности и страха.

Почему же Вера так ошиблась в своём первом расчёте? Её ошибка — одна из самых распространённых у начинающих стоимостных инвесторов. Она сравнила цену с бухгалтерской стоимостью имущества и решила, что разница — это подарок. Однако имущество само по себе ничего не стоит, если оно не приносит достаточного дохода или не может быть продано по хорошей цене. Балансовая стоимость — полезный ориентир для банков, страховых компаний и холдингов, но для большинства промышленных компаний она лишь

отправная точка для вопросов.

Другая распространённая ошибка — считать запас прочности от собственной оценки, не проверив саму оценку на разумность. Если вы выбрали слишком оптимистичные допущения, то и запас прочности окажется мнимым. Человек оценивает компанию в сто рублей, покупает за шестьдесят и считает, что у него сорокапроцентный запас. На самом деле его оценка построена на прогнозе роста, который никогда не сбудется, и реальная стоимость — пятьдесят рублей. Запас прочности имеет смысл только тогда, когда оценка консервативна.

Третья ошибка — забывать о времени. Запас прочности, который реализуется через двадцать лет, стоит гораздо меньше, чем запас, который реализуется через два года. Если вы купили акцию за семьдесят рублей при стоимости сто рублей, а рынок признает эту стоимость только через десять лет, ваша годовая доходность от сокращения разрыва составит лишь около трёх с половиной процентов. Если же это случится через два года, доходность от сокращения разрыва составит около девятнадцати с половиной процентов в год. О том, что ускоряет признание стоимости, мы поговорим в десятой главе.

Проверим эти цифры, чтобы не принимать их на веру. Сто, делённые на семьдесят, дают около одной целой сорока трёх сотых. Если этот рост растянется на десять лет, то ежегодный прирост составит около трёх целых шести десятых

процента, потому что одна целая тридцать шесть тысячных в десятой степени дают около одной целой сорока трёх сотых. Если на два года, то ежегодный прирост составит около девятнадцати с половиной процентов. Время, в течение которого рынок признаёт стоимость, меняет доходность в пять раз при одном и том же запасе.

Запас прочности работает не только на уровне отдельной бумаги, но и на уровне всего портфеля. Даже самый тщательный анализ иногда ошибается, и одна неудачная покупка может перечеркнуть успех десяти удачных. Поэтому стоимостные инвесторы строят вторую линию обороны: распределяют деньги между несколькими бумагами и ограничивают долю каждой из них. Если одна позиция окажется ловушкой, потеря будет болезненной, но не разрушительной для всего капитала.

Вера проверяет свой портфель с этой точки зрения. Общая сумма её сбережений, вложенных в бумаги, составляет около двух миллионов рублей. Акции комбината занимают почти четыреста тысяч, то есть около двадцати процентов. Это много для одной компании, особенно с учётом того, что её реальный запас прочности оказался меньше ожидаемого. Вера решает, что доля комбината не должна расти, а новые идеи она будет добавлять в портфель небольшими позициями, по пять-семь процентов на бумагу.

Сколько бумаг нужно для разумной диверсификации? Исследования, проводившиеся на разных рынках, показывают,

что основная часть риска, связанного с отдельными компаниями, снижается уже при пятнадцати-двадцати бумагах из разных отраслей. Дальнейшее увеличение их числа даёт всё меньший эффект. Для частного инвестора, который сам изучает каждую компанию, десять-пятнадцать бумаг — разумный компромисс между диверсификацией и возможностью следить за каждой. Если же хочется ещё больше снизить риск, проще дополнить портфель индексным фондом.

В основе запаса прочности лежит важная асимметрия, которую полезно понять раз и навсегда. Потери и прибыли в инвестициях несимметричны. Если ваш портфель упал на двадцать процентов, чтобы вернуться к исходной сумме, ему нужно вырасти не на двадцать, а на двадцать пять процентов. Если он упал на пятьдесят процентов, для восстановления нужен рост на сто процентов. Если на восемьдесят процентов — на четыреста процентов.

Посчитаем последствия падения на конкретном примере. Допустим, у вас было пятьсот тысяч рублей, и портфель упал на пятьдесят процентов, до двухсот пятидесяти тысяч. Чтобы вернуться к пятистам тысячам, нужно удвоить капитал. При доходности пятнадцать процентов в год на это уйдёт около пяти лет. Всё это время вы будете не зарабатывать, а лишь возвращать потерянное.

Если же падение составило восемьдесят процентов и у вас осталось сто тысяч, при той же доходности восстановление займёт больше одиннадцати лет.

Из этой асимметрии следует главный вывод стоимостного подхода: избежать крупной потери важнее, чем поймать крупную прибыль. Инвестор, который каждый год зарабатывает умеренные двенадцать процентов и никогда не теряет больше пятнадцати, за двадцать лет почти наверняка обгонит того, кто в хорошие годы зарабатывает сорок процентов, а в плохие теряет половину капитала. Баффет сформулировал это в виде шутливого правила из двух пунктов: первое — никогда не терять деньги, второе — никогда не забывать первое правило.

Конечно, это правило нельзя понимать буквально. Любой инвестор иногда теряет деньги, и Баффет не раз признавался в собственных ошибках. Смысл правила в другом: каждое решение нужно принимать так, чтобы худший разумный исход был терпимым. Запас прочности — главный инструмент для этого. Он не позволяет выиграть каждую сделку, но позволяет пережить проигрыши и остаться в игре достаточно долго, чтобы сложный процент сделал свою работу.

Как запас прочности применяется к инвесторам в рост? Этот вопрос задаёт Тимур, когда Вера пересказывает ему свои выводы.

Многие думают, что запас прочности — понятие исключительно для стоимостного подхода. На самом деле он нужен любому инвестору, просто для компаний роста его труднее измерить. Стоимость растущей компании зависит от прогнозов на много лет вперёд, а значит, диапазон оценки очень

широк, и требуемый запас должен быть соответственно большим. Подробно о том, как оценивать будущий рост и сколько разумно за него платить, мы поговорим в четырнадцатой главе.

Тимур, впрочем, не сдаётся так легко. Он говорит, что если требовать от «Облакассы» запас прочности в пятьдесят процентов, её акции можно не купить никогда, и он пропустит компанию, которая вырастет в десять раз. Вера отвечает, что это возможно, но пропущенная возможность не стоит денег, а купленная по завышенной цене бумага — стоит. В этом коротком обмене репликами заключена суть различия двух подходов: стоимостный инвестор больше боится переплатить, инвестор в рост — упустить.

Ни один из этих страхов не лучше другого, и у каждого есть своя цена. Тот, кто боится переплатить, иногда годами ждёт идеальной цены и наблюдает, как отличная компания растёт без него. Тот, кто боится упустить, иногда покупает на самой вершине и потом годами ждёт возвращения к цене покупки. Разумный инвестор признаёт за собой оба страха и старается, чтобы ни один из них не принимал решения в одиночку. Запас прочности в этом смысле — способ договориться с собственной жадностью заранее, пока она молчит.

Почему же так много людей покупает без всякого запаса, хотя идея кажется очевидной? Причины лежат в психологии, а не в недостатке знаний. Когда вы долго изучали компанию, вам хочется действовать, и ожидание нужной це-

ны кажется пустой тратой времени. Когда бумага растёт на глазах, страх упустить возможность пересиливает осторожность. Наконец, после нескольких удачных покупок появляется самоуверенность, и человек начинает считать свою оценку точной, а значит, не нуждающейся в запасе.

Против этих ловушек помогает простая привычка: рассчитывать цену покупки заранее, до того как вы увидите текущую котировку. Сначала вы оцениваете диапазон стоимости, затем вычитаете требуемый запас и только после этого открываете биржевой терминал. Если цена выше вашей цены покупки, бумага отправляется в список наблюдения, о котором мы подробно поговорим в девятнадцатой главе. Такой порядок действий защищает от подсознательной подгонки оценки под текущую цену, которой грешат даже опытные инвесторы.

Подведём итог этой главы в нескольких фразах. Внутренняя стоимость компании — это не точное число, а диапазон, ширина которого зависит от предсказуемости бизнеса. Запас прочности — разница между этим диапазоном и ценой покупки, и он защищает от ошибок оценки, неожиданностей в бизнесе и превратностей рынка. Скидка к балансовой стоимости не равна запасу прочности, если капитал компании приносит меньше требуемой доходности. Реальный запас Веры оказался около двадцати процентов к середине оценки, а не сорок, как ей казалось, и стоимость комбината во многом зависит от того, как руководство распоря-

дится свободными деньгами.

Грэм не только сформулировал принцип запаса прочности, но и дал оборонительному инвестору набор конкретных правил, позволяющих находить бумаги с достаточным запасом без сложных расчётов. Эти правила просты, понятны и до сих пор популярны. В следующей главе мы разберём их по очереди, применим к комбинату и посмотрим, какие из них работают на современном российском рынке, а какие требуют серьёзной поправки.

Глава 4. Правила Грэма для осторожного инвестора

Шестнадцатилетний сын Веры Егор считает себя главным специалистом по компьютерам в семье, и не без оснований. Когда мать просит его помочь с электронной таблицей, он соглашается с видом человека, которого оторвали от важных дел, но через десять минут увлекается сам. Вера хочет проверить тридцать крупных российских компаний по правилам, которые Грэм предлагал оборонительному инвестору. Она уже выписала из «Разумного инвестора» семь критериев и собрала из отчётов нужные цифры за десять лет. Егору остаётся написать формулы, которые автоматически покажут, какие компании проходят каждый фильтр.

Через час таблица готова, и результат озадачивает обоих. Из тридцати компаний все семь критериев проходят только две. Большинство отсеивается на требовании непрерывных дивидендов за двадцать лет, несколько — на стабильности прибыли, ещё несколько — на финансовом положении. При этом по мультипликаторам почти все компании выглядят дешёвыми, гораздо дешевле, чем Грэм считал допустимым. Егор спрашивает, не ошибся ли Грэм, если его правила отсеивают почти весь рынок, а то, что остаётся, и так очевидно дёшево.

Вопрос сына заставляет Веру задуматься. Правила, придуманные для американского рынка середины прошлого века, нельзя переносить на российский рынок механически. Однако и отбрасывать их целиком было бы ошибкой: каждое правило отвечает на важный вопрос о надёжности компании. В этой главе мы разберём все семь критериев Грэма для оборонительного инвестора, поймём логику каждого из них, применим их к комбинату Веры и посмотрим, как адаптировать их к нынешним российским условиям.

Сначала напомним, кому адресованы эти правила. Как мы говорили во второй главе, Грэм делил инвесторов на оборонительных и предприимчивых. Оборонительный инвестор не хочет тратить много времени на анализ и стремится прежде всего избежать серьёзных ошибок. Ему нужны простые правила, которые позволяют отобрать надёжные компании по разумной цене без глубокого изучения каждой. Цель этих правил — не найти самые выгодные бумаги, а отсеять опасные и переоценённые.

Грэм сформулировал семь требований, которые в последнем прижизненном издании «Разумного инвестора» 1973 года выглядели следующим образом. Компания должна быть достаточно крупной, а её финансовое положение должно быть прочным. Прибыль должна быть стабильной на протяжении десяти лет. Дивиденды должны выплачиваться без перерыва не меньше двадцати лет, а прибыль на акцию должна расти. Наконец, отношение цены к прибыли и цены к балан-

совой стоимости должно быть умеренным.

Логика всех семи правил одна и та же: каждое из них отсекает определённый вид риска. Требование к размеру отсекает риск маленьких компаний, которые легче разоряются, а требование к финансовому положению — риск банкротства из-за долгов. Требования к стабильности прибыли и дивидендов отсекают компании с неустойчивым бизнесом, а требование к росту — компании в упадке. Требования к мультипликаторам отсекают переоценённые бумаги. Вместе они создают сито, через которое проходят только надёжные компании по разумной цене.

Обратите внимание, что большинство этих правил касается не цены, а качества и надёжности компании. Из семи критериев только два связаны с мультипликаторами, а пять отвечают на вопрос, можно ли вообще доверять этому бизнесу. Многие считают Грэма охотником за дешёвыми бумагами, но его правила для оборонительного инвестора скорее отсекают ненадёжное, чем ищут дешёвое. Дешевизна без надёжности, по его мнению, не имела ценности.

Начнём с первого требования — размера компании. Грэм считал, что оборонительному инвестору стоит покупать акции только крупных компаний, потому что они лучше переносят кризисы, имеют доступ к кредитам и реже становятся жертвами неожиданных проблем. В 1973 году он предлагал ориентир для промышленных компаний — годовая выручка не меньше ста миллионов долларов, для коммуналь-

ных — имущество не меньше пятидесяти миллионов долларов. С учётом инфляции за прошедшие полвека эти суммы соответствуют примерно шестистам-семистам миллионам и тремстам-трёмстам пятидесяти миллионам нынешних долларов.

Как перенести этот критерий на российский рынок? Прямой перевод долларов в рубли не очень полезен, потому что российская экономика и российский рынок устроены иначе. Разумнее рассуждать так: оборонительному инвестору стоит выбирать компании, которые входят в число крупнейших в своей отрасли, имеют многолетнюю историю и достаточно ликвидные акции. Комбинат Веры с выручкой восемнадцать миллиардов рублей — компания средняя, заметная в своей отрасли, но не гигант. По строгому прочтению Грэма он, пожалуй, находится на границе допустимого.

Важно понимать, что требование к размеру не означает, что маленькие компании плохи. Многие предприимчивые инвесторы, включая самого Грэма, зарабатывали именно на небольших компаниях, которые не попадали в поле зрения крупных фондов. Однако маленькие компании требуют больше внимания и анализа, а их акции бывает трудно продать без большой скидки. Оборонительный инвестор, у которого мало времени, разумно избегает этих сложностей.

Второе требование — прочное финансовое положение. Для промышленных компаний Грэм предлагал два конкретных теста. Первый: оборотные активы должны быть хотя бы

вдвое больше краткосрочных обязательств. Иными словами, текущая ликвидность, о которой мы говорили в первой книге серии, должна быть не меньше двух. Второй тест: долгосрочный долг не должен превышать чистые оборотные активы, то есть разницу между оборотными активами и краткосрочными обязательствами.

Смысл второго теста особенно интересен. Грэм хотел, чтобы компания могла теоретически погасить весь свой долгосрочный долг за счёт оборотных средств, не продавая заводы и оборудование. Такая компания не зависит от милости банков и может пережить тяжёлый кризис, даже если кредиторы откажутся продлевать кредиты. Это очень строгое требование, которому соответствуют далеко не все компании, но оно хорошо отражает главную заботу Грэма — защиту от катастрофы.

Применим эти тесты к комбинату. Его оборотные активы составляют восемь миллиардов рублей: четыре с половиной миллиарда — запасы зерна и муки, два с половиной — деньги покупателей, которые ещё не поступили, полмиллиарда — денежные средства и столько же — прочие активы. Краткосрочные обязательства — около трёх миллиардов восьмисот миллионов: полмиллиарда краткосрочных кредитов, два миллиарда восемьсот миллионов задолженности перед поставщиками и полмиллиарда прочих обязательств. Восемь, делённые на три и восемь десятых, дают около двух целых одной десятой, и первый тест комбинат проходит.

Чистые оборотные активы комбината составляют четыре миллиарда двести миллионов рублей, восемь миллиардов минус три миллиарда восемьсот миллионов. Долгосрочный долг комбината составляет всего миллиард рублей. Миллиард меньше четырёх миллиардов двухсот миллионов, и второй тест тоже пройден с большим запасом. С точки зрения финансовой прочности комбинат выглядит именно так, как хотел бы Грэм: долга мало, оборотных средств много, банки ему не страшны.

Здесь, однако, стоит сделать оговорку. Значительную часть оборотных активов комбината составляют запасы зерна. Их стоимость зависит от урожая и мировых цен, и в неудачный год она может заметно снизиться. Грэм в своё время предупреждал, что качество оборотных активов не менее важно, чем их количество. Запасы скоропортящихся товаров или продукции, которая выходит из моды, стоят меньше, чем указано в балансе, а деньги на счетах всегда стоят ровно свою сумму.

На российском рынке требование к текущей ликвидности не меньше двух отсеивает очень многие компании. Причина не всегда в слабости: многие российские компании традиционно используют короткие кредиты и задолженность поставщикам как дешёвый источник финансирования. Розничные сети, например, часто работают с текущей ликвидностью меньше единицы, потому что продают товар раньше, чем расплачиваются с поставщиками, и это нормальная осо-

бенность их бизнеса. Поэтому разумно применять этот критерий с учётом отраслевых особенностей, а не как жёсткий запрет.

Третье требование Грэма — стабильность прибыли на протяжении десятилетия. Грэм хотел, чтобы компания зарабатывала прибыль, пусть даже небольшую, в каждом из последних десяти лет. Его логика проста: если компания ни разу за десять лет не показала убытка, она, скорее всего, имеет устойчивый бизнес, способный пережить и кризисы, и неудачные годы. Компании, которые то зарабатывают, то теряют, могут быть интересны предприимчивому инвестору, но не оборонительному.

Десять лет — срок, который включает хотя бы один экономический спад. Это важно, потому что многие компании выглядят стабильными в хорошие времена и показывают убытки при первом же кризисе. Требование Грэма заставляет посмотреть на поведение компании в плохие годы, а не только в хорошие. На российском рынке за последние десять-пятнадцать лет было несколько серьёзных испытаний, и посмотреть, как компания их прошла, особенно полезно.

Комбинат за последние десять лет ни разу не показал убытка. Хуже всего было в засушливом году, когда урожай пшеницы в центральных регионах оказался низким, цены на зерно выросли на треть, а поднять цены на муку так же быстро не удалось. Прибыль в тот год упала до ста пятидесяти миллионов рублей, в восемь раз меньше нынешней.

Тем не менее это была прибыль, а не убыток, и по строгому критерию Грэма комбинат его проходит. Вера отмечает про себя, что это хорошая новость, но и предупреждение: прибыль комбината может резко падать.

Четвёртое требование — непрерывные дивиденды не меньше двадцати лет. Это самое строгое из всех требований, и именно оно отсеяло большую часть компаний в таблице Веры. Грэм считал долгую дивидендную историю лучшим доказательством того, что компания действительно зарабатывает деньги, а не только показывает прибыль на бумаге. Компания, которая двадцать лет подряд делится деньгами с акционерами, прошла через множество испытаний и сохранила уважение к их интересам.

На российском рынке выполнить это требование почти невозможно по объективным причинам. Многие публичные компании в нынешнем виде существуют меньше двадцати лет. Многие из тех, кто существует дольше, в отдельные годы отменяли дивиденды из-за кризисов, крупных инвестиционных программ или неопределённости.

В 2022 году значительная часть российских компаний временно отказалась от выплат, и эта пауза прервала дивидендную историю у многих надёжных эмитентов. Комбинат Веры, например, платит дивиденды с 2007 года, но в 2022 году совет директоров решил не выплачивать их из-за неопределённости.

Как же адаптировать этот критерий к российским услови-

ям? Разумно сократить требуемый срок до десяти лет и допустить одну-две паузы, если они объяснялись общими для рынка причинами, а не проблемами самой компании. Важнее смотреть на общую картину: платит ли компания дивиденды в большинстве лет, есть ли у неё понятная дивидендная политика, соблюдает ли она её. Дивидендная политика компаний с государственным участием устроена по своим правилам, и подробно о них рассказывает третья книга серии. Комбинат по такому смягчённому критерию проходит фильтр уверенно.

Полезно задуматься и о том, почему дивидендная история вообще так много говорит о компании. Прибыль в отчётности — результат множества бухгалтерских оценок, и её можно до определённой степени приукрасить. Дивиденды же выплачиваются живыми деньгами, которые уходят со счёта компании на счета акционеров. Компания, годами показывающая прибыль, но не платящая дивидендов и не снижающая долг, вызывает закономерный вопрос: где же эти деньги? Грэм считал регулярные выплаты своего рода проверкой честности отчётности, и эта логика актуальна по сей день.

Пятое требование Грэма касается роста прибыли на акцию. Грэм хотел, чтобы прибыль на акцию за десять лет выросла хотя бы на треть. Чтобы случайные колебания не исказили результат, он предлагал сравнивать не отдельные годы, а средние значения за три года в начале и в конце десятилетия. Это требование отсеивает компании в упадке, чьи луч-

шие времена позади, даже если они ещё прибыльны и платят дивиденды.

Посчитаем этот показатель для комбината Веры. Средняя прибыль на акцию за три года в начале десятилетия составляла около трёх рублей пятидесяти копеек, а за последние три года — около пяти рублей шестидесяти копеек: пять рублей в 2023 году, пять рублей восемьдесят копеек в 2024 году и шесть рублей в 2025 году. Рост составил шестьдесят процентов, что почти вдвое больше требуемой трети. Формально комбинат проходит и этот фильтр с запасом.

Однако здесь нас подстерегает серьёзная ловушка. Требование Грэма о росте на треть за десять лет было сформулировано для американской экономики с умеренной инфляцией. В России за последние десять лет цены выросли гораздо сильнее, и рост номинальной прибыли на шестьдесят процентов за это время, вполне возможно, означает падение реальной прибыли. Если цены за десятилетие выросли, допустим, на восемьдесят процентов, то реальная прибыль комбината на акцию сократилась примерно на одиннадцать процентов.

Проверим эту цифру на калькуляторе, чтобы не ошибиться. Одна целая шесть десятых, делённые на одну целую восемь десятых, дают около восьмидесяти девяти сотых. Значит, в ценах конца периода прибыль комбината составляет восемьдесят девять процентов от прибыли начала периода, то есть сократилась примерно на одиннадцать процентов.

Для российского рынка требование о росте прибыли разумно формулировать в реальном выражении: прибыль на акцию должна расти хотя бы немного быстрее инфляции.

Шестое и седьмое требования касаются цены. Грэм считал, что оборонительный инвестор не должен платить больше пятнадцати средних годовых прибылей за последние три года. Кроме того, цена не должна превышать полторы балансовой стоимости. Поскольку у компаний с высокой рентабельностью балансовая стоимость часто мала, Грэм предлагал гибкое правило: произведение мультипликатора прибыли на мультипликатор балансовой стоимости не должно превышать двадцати двух с половиной. Пятнадцать, умноженные на полтора, как раз дают двадцать два с половиной.

Применим ценовые критерии к комбинату. Средняя прибыль за три года — пять рублей шестьдесят копеек, цена — тридцать шесть рублей, мультипликатор прибыли — около шести целых четырёх десятых, что гораздо меньше пятнадцати. Мультипликатор балансовой стоимости — шесть десятых, гораздо меньше полутора. Их произведение — около трёх целых восьми десятых, почти в шесть раз меньше допустимого предела. По ценовым критериям Грэма комбинат выглядит не просто дешёвым, а очень дешёвым.

Здесь и возникает главная загадка, с которой столкнулась Вера. В третьей главе мы выяснили, что реальный запас прочности её покупки составляет около двадцати процентов к середине оценки. Почему же правила Грэма показыва-

ют, что комбинат стоит в несколько раз меньше допустимого предела? Ответ на эту загадку кроется в уровне процентных ставок. Грэм формулировал свои правила в эпоху, когда надёжные облигации в США приносили гораздо меньше, чем сегодняшние российские облигации федерального займа.

Мультипликатор прибыли пятнадцать означает доходность прибыли около шести и семи десятых процента. Для инвестора, который может получить по надёжным облигациям четыре-семь процентов, такая доходность акций разумна с учётом их перспектив роста. Для инвестора, который может получить по облигациям федерального займа двенадцать процентов, доходность прибыли шесть и семь десятых процента — очень плохая сделка. Он рискует большим, а получает меньше, чем по почти безрисковым облигациям. Поэтому числовые пороги Грэма нельзя переносить на рынок с высокими ставками без поправки.

Грэм сам прекрасно понимал зависимость от ставок. В одной из последних работ, подготовленной вместе с финансистом Джеймсом Реа, он предлагал критерий, привязанный к текущим ставкам: доходность прибыли акции должна быть не меньше двух доходностей надёжных облигаций. При доходности облигаций федерального займа двенадцать процентов это означает доходность прибыли не меньше двадцати четырёх процентов, или мультипликатор прибыли не больше четырёх целых двух десятых. По этому строгому критерию комбинат с мультипликатором шесть уже не про-

ходит.

Из правила произведения выросла знаменитая формула, которую назвали числом Грэма. Если произведение мультипликаторов не должно превышать двадцати двух с половиной, то максимальная цена акции равна квадратному корню из произведения двадцати двух с половиной, прибыли на акцию и балансовой стоимости на акцию. Сам Грэм не называл эту формулу своим именем, её так окрестили последователи. В интернете есть множество сервисов, которые рассчитывают число Грэма для любой компании, и многие начинающие инвесторы считают его оценкой справедливой цены.

Посчитаем число Грэма для комбината. Двадцать два с половиной, умноженные на шесть рублей прибыли и на шестьдесят рублей балансовой стоимости, дают восемь тысяч сто. Квадратный корень из восьми тысяч ста — девяносто рублей. Получается, что по числу Грэма комбинат стоит девяносто рублей за акцию, в два с половиной раза дороже нынешней цены. Вера, увидев эту цифру в таблице Егора, на минуту снова обрадовалась, а потом вспомнила свои расчёты из третьей главы.

Девяносто рублей за акцию — это явно завышенная оценка, и причин тому несколько. Первая причина — ставки, о которых мы только что говорили: число двадцать два с половиной откалибровано для эпохи гораздо более низких процентных ставок. Вторая причина — рентабельность: число Грэма не учитывает, насколько эффективно компания ис-

пользует свой капитал. Как мы видели в третьей главе, капитал комбината приносит десять процентов при требуемых шестнадцати, и поэтому его балансовая стоимость завышает реальную ценность имущества.

Попробуем скорректировать число Грэма для российских условий. Если при ставках около двенадцати процентов разумный предел мультипликатора прибыли для надёжной компании составляет около семи, а мультипликатор балансовой стоимости не должен превышать единицы, их произведение составит семь. Квадратный корень из произведения семи, шести и шестидесяти, то есть из двух тысяч пятисот двадцати, — около пятидесяти рублей. Это гораздо ближе к верхней границе оценки, которую Вера получила в третьей главе, но всё ещё выше её середины.

Есть и третья причина, о которой часто забывают. Число Грэма выводится из правила, которое Грэм формулировал как верхнюю границу допустимой цены для оборонительного инвестора, а не как оценку справедливой стоимости. Иными словами, Грэм говорил: не платите больше этого, а не утверждал, что акция стоит именно столько. Превращение предельной цены в оценку стоимости — искажение его мысли, которое сделали последователи. Сам Грэм, вероятно, был бы удивлён, узнав, что его правило безопасности используют для обоснования покупок.

Мораль этого упражнения не в том, что нужно найти правильный множитель для числа Грэма. Мораль в том, что лю-

бая простая формула — лишь грубый ориентир, который работает только в тех условиях, для которых он создан. Число Грэма может быть полезным первым фильтром, чтобы быстро отсеять явно переоценённые бумаги. Однако использовать его как оценку справедливой цены опасно, особенно на рынке с высокими ставками и для компаний с низкой рентабельностью капитала.

Кроме правил для оборонительного инвестора, Грэм предложил формулу для оценки растущих компаний, которая тоже стала очень популярной. В издании 1962 года «Анализа ценных бумаг» он писал, что стоимость акции растущей компании приблизительно равна прибыли на акцию, умноженной на сумму восьми с половиной и удвоенного ожидаемого темпа роста прибыли в процентах. Восемь с половиной — это мультипликатор, который, по мнению Грэма, заслуживала компания без всякого роста. Каждый процент ожидаемого роста добавлял к нему два пункта.

Позже Грэм дополнил формулу поправкой на ставки. Он умножал результат на четыре целых четыре десятых и делил на текущую доходность надёжных корпоративных облигаций в процентах. Четыре целых четыре десятых процента — это доходность таких облигаций в США в 1962 году, когда формула была предложена. Если ставки растут, оценка снижается, если падают — растёт. Эта поправка показывает, что Грэм прекрасно понимал зависимость стоимости акций от уровня процентных ставок.

Тимур, узнав о формуле от Веры, тут же применяет её к «Облакассе». Прибыль на акцию — девять с половиной рублей, ожидаемый рост прибыли он оценивает в двадцать пять процентов в год. Восемь с половиной плюс пятьдесят дают пятьдесят восемь с половиной, умноженные на девять с половиной рублей — около пятисот пятидесяти шести рублей на акцию. Тимур торжествует: даже по формуле самого Грэма «Облакасса» стоит дороже, чем он заплатил.

Вера предлагает применить поправку на ставки. Если вместо доходности надёжных облигаций взять двенадцать процентов, то пятьсот пятьдесят шесть рублей нужно умножить на четыре целых четыре десятых и разделить на двенадцать. Получается около двухсот четырёх рублей на акцию, более чем вдвое меньше цены, которую заплатил Тимур. Тимур возражает, что двенадцать процентов — временный уровень, а Вера отвечает, что сорок семь годовых прибылей в цене — тоже временный уровень, и неизвестно, что изменится раньше.

Сам Грэм предупреждал о серьёзных ограничениях этой формулы. Он подчёркивал, что ожидаемый рост должен быть рассчитан на семь-десять лет вперёд, а не на ближайший год. Он предостерегал, что при высоких темпах роста формула даёт сильно завышенные оценки, потому что очень немногие компании способны расти на двадцать процентов и более в течение десятилетия. Наконец, он отмечал, что формула не учитывает рентабельность, долг и качество бизнеса

и поэтому годится лишь для грубого сравнения.

Многие современные авторы, пересказывающие формулу Грэма, забывают об этих предупреждениях и о поправке на ставки. Они подставляют в формулу ожидаемый рост прибыли на ближайший год, нередко взятый из оптимистичных прогнозов самой компании, и получают огромные оценки. Если вы встретите в интернете расчёт, по которому быстрорастущая компания стоит втрое дороже рыночной цены по формуле Грэма, будьте осторожны. Скорее всего, автор либо не учёл ставки, либо подставил нереалистичный темп роста. О том, как разумно оценивать будущий рост, мы подробно поговорим в четырнадцатой главе.

Теперь вернёмся к главному вопросу этой главы: как адаптировать критерии Грэма к российскому рынку? Сам Грэм не хотел бы, чтобы его правила применялись механически. Он всегда подчёркивал, что важна логика, а не конкретные числа. Поэтому разумно сохранить смысл каждого требования, а числовые пороги пересмотреть с учётом нынешних российских условий.

Требование к размеру можно заменить требованием к положению компании в отрасли и ликвидности акций: оборонительному инвестору подходят лидеры и крупные игроки своих отраслей, акции которых ежедневно торгуются на заметные суммы. Требование к финансовому положению стоит применять с учётом отрасли и дополнять показателем долговой нагрузки, например отношением чистого долга к

прибыли до процентов, налогов и амортизации, которое мы подробно обсуждали в первой книге серии. Для большинства промышленных компаний значение этого показателя ниже двух можно считать комфортным.

Требование к стабильности прибыли можно смягчить: например, допустить один убыточный год из десяти, если он был вызван общим кризисом, а не проблемами компании. Требование к дивидендам разумно сократить до десяти лет с допуском пауз по общерыночным причинам. Требование к росту прибыли стоит переформулировать в реальном выражении: прибыль на акцию должна расти быстрее инфляции. Эти изменения сохраняют смысл правил Грэма, но делают их применимыми к российской реальности.

Самая важная поправка касается ценовых критериев. Вместо фиксированного предела мультипликатора прибыли в пятнадцать разумно привязать его к уровню ставок. Простой ориентир: доходность прибыли акции должна заметно превышать доходность облигаций федерального займа, например в полтора раза для надёжной компании со стабильной прибылью. При доходности облигаций двенадцать процентов это означает доходность прибыли не меньше восемнадцати процентов, или мультипликатор прибыли не больше пяти с половиной. При доходности облигаций восемь процентов предел поднимается примерно до восьми.

Проверим комбинат по этому адаптированному критерию. Его доходность прибыли — шесть рублей, делённые на

тридцать шесть, то есть около шестнадцати и семи десятых процента. Это меньше восемнадцати процентов, и по строгой версии адаптированного правила комбинат не проходит. Вывод совпадает с тем, что мы получили в третьей главе другим путём: цена комбината разумна, но не настолько низка, чтобы считать покупку очевидной удачей.

Вера переписывает таблицу с адаптированными критериями. Теперь из тридцати компаний проходят шесть, и среди них есть компании из разных отраслей. Комбинат оказывается на границе: он проходит все фильтры, кроме ценового, и Вера заносит его в отдельный столбец «интересно при цене ниже тридцати трёх рублей». Егор, глядя на результат, говорит, что это уже похоже на настоящую систему, и предлагает в следующий раз автоматически загружать цены с биржи. Вера соглашается, но понимает, что таблица — только начало.

Здесь важно сделать предупреждение, которое касается любых фильтров. Правила Грэма отбирают надёжные и недорогие компании, но не гарантируют, что все они будут хорошими покупками. Компания может пройти все фильтры и оказаться ловушкой стоимости, о которых мы поговорим в девятой главе. Фильтры хорошо отсеивают явно плохие варианты, но окончательное решение требует понимания бизнеса, его перспектив и людей, которые им управляют.

Типичная ошибка начинающих — относиться к прохождению фильтров как к сигналу покупки. Человек находит

компанию, которая проходит все критерии, и сразу покупает её на значительную сумму. Через год выясняется, что прибыль компании была стабильной только потому, что отрасль находилась на подъёме цикла, а теперь цикл развернулся. Фильтры смотрят в прошлое, а инвестор зарабатывает на будущем. Прошлое — хороший ориентир, но не гарантия.

Другая ошибка — подгонять фильтры под желаемый результат. Человеку нравится определённая компания, и он смягчает критерии до тех пор, пока она их не пройдёт. В итоге фильтры перестают выполнять свою функцию и становятся лишь оправданием заранее принятого решения. Чтобы избежать этой ловушки, полезно сформулировать критерии заранее, записать их и не менять под конкретную бумагу. Если компания не проходит фильтр, а вы всё равно хотите её купить, честно признайте, что это решение за пределами оборонительной стратегии.

Наконец, стоит помнить, что Грэм предлагал свои правила как часть целостного подхода, а не как отдельный инструмент. Оборонительный инвестор, по его замыслу, не только отбирает акции по критериям, но и держит значительную часть капитала в облигациях, распределяет деньги между десятью-тридцатью компаниями и регулярно пересматривает портфель. Правила отбора без этих дополнений дают гораздо меньше защиты, чем в полной системе.

Полезно посмотреть и на то, сколько времени требует такая система. Составление таблицы с адаптированными кри-

териями заняло у Веры и Егора два вечера, и большая часть времени ушла на сбор цифр из отчётов за десять лет. Обновлять таблицу раз в год, после выхода годовых отчётов, можно за один выходной день. Для оборонительного инвестора это вполне посильная нагрузка, и именно на неё рассчитывал Грэм. Если же вы готовы тратить на инвестиции больше времени, перед вами открываются методы предприимчивого инвестора, к которым мы переходим.

Подведём итоги главы в нескольких фразах. Грэм предложил оборонительному инвестору семь критериев, каждый из которых отсекает определённый вид риска: размер, финансовое положение, стабильность прибыли, дивидендную историю, рост, умеренную цену по отношению к прибыли и к балансу. Механически применённые к российскому рынку, эти правила отсеивают почти всех из-за требования о дивидендах и пропускают почти всех по ценовым критериям, потому что числовые пороги рассчитаны на эпоху низких ставок. Число Грэма и формула для растущих компаний дают завышенные оценки, если не учитывать ставки и рентабельность. Адаптированные критерии сохраняют логику Грэма и подтверждают вывод третьей главы: цена комбината разумна, но не очевидно низка.

Правила для оборонительного инвестора — лишь половина наследия Грэма. Для предприимчивых инвесторов он предлагал гораздо более смелые методы, самый знаменитый из которых — покупка компаний дешевле их оборотных ак-

тивов за вычетом всех долгов. Такие компании стоят на бирже меньше, чем можно было бы выручить, просто закрыв бизнес и распродав запасы. В следующей главе мы разберём, как их находить, почему они вообще существуют и что мешает им стать гарантированной прибылью.

Глава 5. Дешевле, чем стоит имущество

Однокурсник Веры Олег после института уехал в Пермский край и двадцать лет проработал инженером на судоремонтном заводе на Каме. Они изредка переписываются, поздравляют друг друга с праздниками и вспоминают студенческие стройотряды. Узнав, что Вера увлеклась акциями, Олег пишет ей, что его завод тоже торгуется на бирже, правда, сделок с его акциями бывает всего несколько в день. Он шутит, что на счетах завода лежит больше денег, чем стоит весь завод на бирже, и что это, наверное, какая-то ошибка.

Вера не верит в такие ошибки, но решает проверить. Она находит отчётность условного «Камского судоремонтного завода» и не может поверить своим глазам. На счетах и депозитах компании лежит миллиард двести миллионов рублей, а все её акции на бирже стоят около миллиарда. Заводу принадлежат док, причалы, цеха и земля на берегу реки, но рынок оценивает всё это имущество даже меньше, чем ноль. Получается, что покупатель всех акций завода получил бы деньги на счетах со скидкой, а сам бизнес — в подарок.

Олег, когда Вера пересказывает ему цифры, не удивляется. Он объясняет, что заказов становится всё меньше, завод уже несколько лет работает в небольшой убыток, а основной

владелец, которому принадлежит большая часть акций, не платит дивидендов и не отвечает на вопросы. По его словам, никто в здравом уме не станет покупать акции такой компании. Вера записывает эти слова и задаётся вопросом, который станет главным вопросом этой главы: может ли быть выгодной покупка компании, которая стоит меньше своих денег?

Такие компании были любимой добычей Бенджамина Грэма. Он называл их акциями, продающимися дешевле чистых текущих активов, а в профессиональной среде за ними закрепилось короткое название net-net, от английского выражения «чистые-чистые». В этой главе мы разберём, как рассчитывается эта стоимость, почему такие компании вообще существуют, где искать скрытые активы и какие опасности поджидают инвестора, решившего купить бизнес дешевле его имущества.

Начнём с того, как рассчитывается эта стоимость. Чистые текущие активы компании — это оборотные активы за вычетом всех обязательств, причём не только краткосрочных, но и долгосрочных. Оборотные активы — это деньги, депозиты, задолженность покупателей, запасы сырья и готовой продукции. Из них вычитаются все долги компании: кредиты, облигации, задолженность поставщикам, налоговые и прочие обязательства. Заводы, оборудование, здания и земля в этом расчёте вообще не учитываются, как будто они ничего не стоят.

Почему Грэм так строго обходился с основными средствами? Он рассуждал так: в случае ликвидации компании станки, цеха и специализированное оборудование часто удаётся продать лишь за малую долю их балансовой стоимости. Кому нужен док для ремонта речных судов в городе, где судов больше не ремонтируют? Деньги же всегда стоят свою сумму, задолженность покупателей обычно удаётся собрать, а запасы можно распродать хотя бы со скидкой. Поэтому чистые текущие активы — консервативная оценка того, что останется акционерам, если бизнес прекратит работу.

Если компания торгуется на бирже дешевле своих чистых текущих активов, это означает, что рынок оценивает её действующий бизнес отрицательно. Иными словами, рынок считает, что продолжение работы компании разрушит часть стоимости её оборотных средств. Иногда это действительно так, но часто рынок просто не обращает внимания на компанию, и её цена отражает не трезвую оценку, а забвение и пессимизм.

Грэм не довольствовался покупкой дешевле чистых текущих активов. Он требовал дополнительного запаса прочности: цена должна быть не выше двух третей этой стоимости. Если чистые текущие активы компании составляют сто рублей на акцию, Грэм был готов платить не больше шестидесяти семи рублей. Этот запас защищал от того, что запасы окажутся неликвидными, часть задолженности покупателей не будет собрана, а сама компания продолжит терять деньги,

сокращая свои активы.

Посчитаем для «Камского судоремонтного завода». Его оборотные активы составляют миллиард девятьсот миллионов рублей: девятьсот миллионов — на расчётных счетах, триста миллионов — на депозитах, четыреста миллионов — задолженность заказчиков и триста миллионов — запасы металла, краски и запчастей. Все обязательства компании, включая задолженность поставщикам и налоги, составляют триста миллионов рублей, а кредитов у завода нет. Чистые текущие активы — миллиард шестьсот миллионов рублей.

У завода десять миллионов акций, и цена каждой на бирже составляет около ста рублей. Капитализация компании составляет миллиард рублей, а чистые текущие активы на одну акцию — сто шестьдесят рублей. Две трети от этой суммы — около ста шести рублей семидесяти копеек. Цена в сто рублей ниже порога Грэма, и формально завод — классическая бумага типа net-net.

Ради сравнения посчитаем то же самое для комбината Веры. Его оборотные активы составляют восемь миллиардов рублей, а все обязательства — пять миллиардов. Чистые текущие активы — три миллиарда рублей, или пятнадцать рублей на акцию. Две трети этой суммы — десять рублей.

Цена комбината в тридцать шесть рублей в три с половиной раза выше порога Грэма. Комбинат — нормальная работающая компания, и рынок оценивает его как действующий бизнес, а не как набор имущества на распродажу.

Расчёт чистых текущих активов — грубый инструмент. Грэм в «Анализе ценных бумаг» предлагал и более тонкий подход — оценку ликвидационной стоимости, в которой каждый вид имущества учитывается со своей скидкой. Он приводил ориентиры, основанные на опыте реальных ликвидаций. Деньги и легко продаваемые ценные бумаги учитываются по полной стоимости. Задолженность покупателей — в среднем по восьмидесяти процентов от балансовой оценки, потому что часть долгов собрать не удастся.

Запасы, по ориентирам Грэма, в среднем можно продать примерно за две трети балансовой стоимости, хотя всё зависит от их характера: стандартный металлопрокат продаётся легче, чем детали для редкого оборудования. Основные средства — здания, оборудование, земля — в среднем приносят при ликвидации около пятнадцати процентов балансовой стоимости, хотя разброс здесь огромный. Земля в городе может стоить дороже баланса, а специализированное оборудование — почти ничего.

Применим эти ориентиры к заводу. Деньги и депозиты — миллиард двести миллионов рублей, полностью. Задолженность заказчиков — четыреста миллионов, со скидкой двадцать процентов получаем триста двадцать миллионов. Запасы — триста миллионов, по двум третям получаем двести миллионов. Основные средства числятся на балансе по восемьсот миллионов рублей, и пятнадцать процентов от них — сто двадцать миллионов.

Итого имущество при ликвидации может принести около миллиарда восьмисот сорока миллионов рублей.

Из этой суммы нужно вычесть все обязательства — триста миллионов рублей. Кроме того, ликвидация сама по себе стоит денег: работникам положены выходные пособия, нужно оплатить услуги юристов и оценщиков, вывезти и утилизировать оборудование. Допустим, эти расходы составят сто пятьдесят миллионов рублей. Тогда акционерам останется около миллиарда трёхсот девяноста миллионов рублей, или сто тридцать девять рублей на акцию. Это почти на сорок процентов больше нынешней цены.

Вера делает эти расчёты и испытывает знакомое чувство: она нашла подарок. Однако теперь она помнит урок третьей главы и спрашивает себя, почему этот подарок никто не берёт. Ответ на этот вопрос — ключ к пониманию всего подхода. Акции дешевле имущества существуют не потому, что рынок не умеет считать, а по нескольким вполне понятным причинам.

Первая причина — обычное забвение со стороны рынка. Многие такие компании маленькие, малоликвидные и неинтересные. За ними не следит ни один аналитик, о них не пишут в новостях, их акции не входят в индексы. Крупные фонды не могут их купить, потому что даже небольшая позиция по меркам фонда превышает весь объём торгов за месяц, а частные инвесторы о них просто не знают. В такой тишине цена может годами оставаться ниже стоимости, потому что

некому её исправить.

Вторая причина — пессимизм по поводу будущего компании. Компании дешевле имущества обычно переживают трудные времена: падают продажи, растут убытки, отрасль сокращается. Инвесторы смотрят на последние новости и экстраполируют их в будущее, предполагая, что дела будут только ухудшаться. Грэм замечал, что рынок часто переоценивает продолжительность неприятностей. Плохие годы обычно сменяются если не хорошими, то хотя бы нормальными, а компания, пережившая трудности, начинает стоить гораздо дороже.

Третья причина — недоверие к владельцам. Если контролирующий акционер не делится деньгами с остальными, не платит дивидендов и может направить средства компании на свои цели, то деньги на счетах фактически недоступны миноритариям. Рынок справедливо сомневается, что когда-нибудь увидит эти деньги, и оценивает их со скидкой. Именно такая ситуация на заводе Олега: основной владелец держит восемьдесят пять процентов акций и никак не объясняет, что собирается делать с миллиардом на счетах.

Четвёртая причина — убытки, которые продолжаются год за годом. Если компания теряет деньги каждый год, её чистые текущие активы постепенно тают. Сегодня они составляют сто шестьдесят рублей на акцию, но если убытки продолжатся, через несколько лет от них может остаться гораздо меньше. Рынок оценивает не нынешние активы, а то, что

останется от них к моменту, когда акционеры смогут ими воспользоваться.

Посмотрим, как быстро может таять запас завода Олега. Сейчас завод теряет около пятидесяти миллионов рублей в год, это пять рублей на акцию. Если убытки сохранятся на этом уровне, через пять лет чистые текущие активы сократятся до ста тридцати пяти рублей на акцию, а через десять — до ста десяти. Если же убытки будут расти, а основной владелец решит потратить деньги на рискованный проект, запас может исчезнуть гораздо быстрее. Покупка дешевле имущества выгодна только тогда, когда это имущество не успеет растаять до того, как рынок признает его стоимость.

Вера снова пишет Олегу и спрашивает, на что уходят деньги завода. Олег отвечает уклончиво, но потом признаётся, что часть причалов уже несколько лет сдаётся в аренду логистической компании, которой руководит сын основного владельца. Арендная плата, по слухам на заводе, в несколько раз ниже той, что платят соседние предприятия за похожие причалы. Вера находит в примечаниях к отчётности раздел о сделках со связанными сторонами и действительно видит там договор аренды на скромную сумму. Это ещё не доказательство злоупотреблений, но очень тревожный сигнал.

Теперь понятно, почему Грэм покупал такие бумаги не поодиночке, а широкими наборами. Он не мог знать, какая именно компания восстановится, а какая продолжит терять деньги. Однако он знал, что в среднем группа компаний, куп-

ленных за две трети чистых текущих активов, приносит хороший результат. Некоторые бумаги теряли половину стоимости, но другие удваивались или были выкуплены по высокой цене, и средний результат оказывался заметно лучше рынка.

Посмотрим, как работает эта статистика, на условном примере. Допустим, инвестор вложил по десять тысяч рублей в двадцать компаний, купленных за две трети их чистых текущих активов, всего двести тысяч рублей. Через три года пять компаний потеряли половину стоимости, десять выросли на тридцать процентов, а пять удвоились. Пять неудачных позиций стоят теперь двадцать пять тысяч, десять средних — сто тридцать тысяч, пять удачных — сто тысяч. Весь портфель стоит двести пятьдесят пять тысяч рублей, то есть вырос на двадцать семь с половиной процентов, хотя четверть бумаг принесла крупные потери.

Если бы тот же инвестор вложил все двести тысяч в одну компанию и попал на одну из пяти неудачных, он потерял бы сто тысяч рублей. Если бы попал на одну из удачных, заработал бы двести тысяч. Заранее он не знал бы, какая из бумаг окажется какой, и результат зависел бы от случая. Именно поэтому Грэм настаивал на широком наборе: метод даёт преимущество в среднем, но не в каждом отдельном случае.

Исследования, проведённые американскими учёными в 1980-е годы на данных нескольких десятилетий, подтвердили, что такие портфели исторически обгоняли рынок. Одна-

ко у этих исследований есть важная оговорка: они описывают покупку десятков бумаг одновременно, а не одной-двух. Частный инвестор, вложивший всё в одну компанию типа net-net, рискует попасть именно в ту, которая продолжит падать. Сила метода — в статистике, а не в отдельной удаче.

Уоррен Баффет, ученик Грэма, в начале своей карьеры тоже активно покупал такие бумаги. Позже он придумал для этого подхода запоминающееся сравнение. Найти дешёвую акцию посредственной компании, писал он в одном из писем акционерам, похоже на то, чтобы подобрать на улице выброшенный окурок сигары. В нём осталась всего одна затяжка, но она достаётся бесплатно. Отсюда пошло выражение «инвестирование в сигарные окурки», которое обозначает покупку очень дешёвых, но посредственных компаний ради одной последней прибыли.

Одним из самых известных сигарных окурков Баффета стала небольшая компания, производившая ветряные мельницы и сельскохозяйственное оборудование в штате Небраска. В 1961 году он получил контроль над ней, купив акции значительно дешевле стоимости её имущества. Бизнес был слабым, запасы огромными, а прибыли почти не было. Баффет пригласил нового управляющего, который сократил запасы, продал лишнее имущество и превратил его в деньги. Через пару лет компания была продана, а вложения партнёров Баффета выросли примерно втрое.

Позже Баффет отошёл от этого подхода, о чём мы по-

дробно поговорим в шестой главе. Он заметил, что сигарные окурки требуют постоянного поиска новых идей, а время работает против инвестора: посредственный бизнес продолжает разрушать стоимость, пока инвестор ждёт. Однако он никогда не отрицал, что метод работает, особенно для небольших капиталов. Для крупного фонда таких возможностей слишком мало, а для частного инвестора с небольшой суммой они вполне доступны.

Существует и ещё более строгий вариант того же подхода — покупка компаний дешевле их чистых денег. Здесь из денег и депозитов вычитаются все обязательства, а задолженность покупателей и запасы не учитываются вовсе. У завода Олега миллиард двести миллионов рублей денег и депозитов и триста миллионов обязательств, чистые деньги — девятьсот миллионов, или девяносто рублей на акцию. Цена в сто рублей лишь немного выше этой суммы. Получается, что, заплатив сто рублей, покупатель получает девяносто рублей денег, а задолженность заказчиков, запасы, док и землю — почти даром.

Кроме компаний дешевле оборотных средств, стоимостные инвесторы ищут компании со скрытыми активами. Скрытый актив — это имущество, ценность которого не отражена ни в прибыли, ни в бухгалтерском балансе. Самый распространённый пример — земля и недвижимость, купленные десятки лет назад и учтённые по старой стоимости. Другие примеры — доли в других компаниях, которые стоят

гораздо больше, чем указано в отчётности, а также налоговые убытки прошлых лет, позволяющие не платить налог с будущей прибыли.

С одним скрытым активом мы уже встречались в третьей главе — это участок бывшего элеватора, принадлежащий комбинату Веры. На балансе он числится по ста пятидесяти миллионам рублей, а оценщик считает, что он стоит около двух миллиардов четырёхсот миллионов. Этот участок не приносит никакой прибыли, поэтому его ценность не видна ни в мультипликаторе прибыли, ни в дивидендах. Только внимательное чтение примечаний к отчётности и годового отчёта позволяет узнать о его существовании.

Почему рынок не учитывает этот участок в цене комбината? Семья, которой принадлежит контрольный пакет, никогда не говорила о планах его продать. В годовом отчёте участок упоминается одной строкой в разделе о неиспользуемом имуществе. Аналитики крупных фондов комбинатом не интересуются, а частные инвесторы редко дочитывают отчёты до примечаний. В результате актив стоимостью почти в треть капитализации компании годами существует только на бумаге, и рынок оценивает его так, будто его нет.

Самая знаменитая история о скрытом активе связана с самим Грэмом. В середине 1920-х годов, изучая отчёты, которые трубопроводные компании подавали в федеральный регулятор, он обнаружил, что небольшая нефтепроводная компания владеет облигациями железных дорог на сумму, близ-

кую к цене её акций или даже превышающую её. Компания продолжала работать как трубопровод, а эти облигации лежали на её балансе без всякой пользы для акционеров. Акции стоили дешевле, чем облигации, которыми компания владела.

Грэм купил акции этой компании и предложил руководству распределить ненужные облигации между акционерами. Руководство отказалось, заявив, что эти средства нужны для будущих нужд. Тогда Грэм, будучи миноритарным акционером, начал кампанию за поддержку других акционеров, объехал их и добился мест в совете директоров. В итоге компания согласилась выплатить акционерам значительную часть этих денег. Эта история стала одним из первых примеров того, что сегодня называют активизмом акционеров.

Главный урок этой истории — скрытый актив сам по себе не приносит денег. Пока он лежит на балансе без движения, рынок может годами его не замечать или сознательно не учитывать. Чтобы стоимость скрытого актива дошла до акционеров, нужно событие: продажа актива, выплата специальных дивидендов, давление акционеров на руководство. О таких событиях мы подробно поговорим в десятой главе, посвящённой катализаторам.

Где ещё искать скрытые активы? Один из источников — доли в других компаниях. Иногда компания владеет пакетом акций другой публичной компании, рыночная стоимость которого составляет значительную часть или даже превыша-

ет капитализацию самой компании. Это нередко встречается у холдинговых структур, и подробно о таких случаях рассказывает книга серии об инвестиционных холдингах и конгломератах. Если стоимость пакета близка к капитализации, рынок фактически оценивает собственный бизнес компании почти в ноль.

Другой источник — недвижимость, которая используется для бизнеса, но могла бы стоить гораздо дороже при другом использовании. Старая фабрика в центре разросшегося города, склад рядом с новой развязкой, торговый центр на земле, купленной по цене пустыря. Такие объекты учитываются по исторической стоимости за вычетом амортизации, и разница с рыночной ценой может быть огромной. Правда, раскрыть эту стоимость можно только продав или перепрофилировав объект, а это требует решения руководства и владельцев.

Третий источник — налоговые убытки прошлых лет. Если компания несколько лет работала в убыток, она может использовать эти убытки, чтобы уменьшить налог на прибыль в будущем. Для компании, которая вернулась к прибыльности, это означает, что часть будущей прибыли не будет облагаться налогом. Российское налоговое законодательство позволяет переносить убытки на будущее с определёнными ограничениями, которые на момент написания книги касаются доли прибыли, которую можно уменьшить. Правила могут меняться, поэтому при расчётах стоит сверяться с актуаль-

ной редакцией.

Четвёртый источник — нематериальные активы, которые не отражены в балансе: известные торговые марки, базы клиентов, лицензии, разрешения на добычу. Их оценка гораздо сложнее и субъективнее, и Грэм с осторожностью относился к такому имуществу. Тем не менее при продаже компании покупатель часто платит за них значительные суммы. О том, как бренды и лицензии защищают бизнес от конкурентов, мы поговорим в седьмой главе.

Вернёмся к заводу Олега и подумаем о рисках его покупки. Главный риск связан с основным владельцем компании. У него восемьдесят пять процентов акций, и он фактически решает судьбу всех денег компании. Он может годами держать их на депозитах, получая проценты, которые тоже не дойдут до миноритариев. Он может направить их на строительство нового цеха, который никогда не окупится.

Наконец, он может заключать сделки со связанными с ним компаниями на невыгодных для завода условиях.

Второй риск — невозможность выйти из позиции. Акции завода торгуются на несколько десятков тысяч рублей в день. Если Вера купит их на сто тысяч рублей, ей придётся покупать несколько недель, постепенно поднимая цену. Если ей понадобится продать, она столкнётся с той же проблемой, но в обратную сторону, и продавать, скорее всего, придётся с большой скидкой. Ликвидность — это тоже ценность, и её отсутствие отчасти объясняет низкую цену.

Третий риск — принудительный выкуп по низкой цене. Если основной владелец решит консолидировать все акции, российское законодательство об акционерных обществах предусматривает механизмы обязательного предложения миноритариям и принудительного выкупа их акций. Цена выкупа определяется по установленным правилам с учётом рыночных котировок и оценки независимого оценщика, и она может оказаться ниже вашей собственной оценки стоимости. Правила таких выкупов на момент написания книги подробно прописаны в законе, но могут меняться, и в каждом конкретном случае полезно уточнять их у брокера или юриста.

Четвёртый риск — продолжение упадка бизнеса. Если отрасль сокращается, а завод не находит новых заказов, его убытки могут расти, и никакой запас прочности не спасёт. Деньги на счетах будут постепенно уходить на зарплаты и содержание неработающих мощностей. Покупатель, рассчитывавший на быструю переоценку, через несколько лет обнаружит, что от его скидки ничего не осталось.

Вера взвешивает все эти соображения. Она решает, что завод Олега — интересная идея, но слишком рискованная для крупной позиции. Если она купит его акции, то только на небольшую сумму, не больше трёх процентов портфеля, и будет рассматривать эту покупку как лотерейный билет с хорошими шансами, а не как надёжное вложение. Кроме того, она понимает, что метод Грэма требует покупки многих

таких бумаг, а у неё есть лишь одна.

Три процента её портфеля — это около шестидесяти тысяч рублей, или шестьсот акций по сто рублей. Даже такую небольшую позицию ей придётся набирать несколько дней, выставляя заявки по чуть более высокой цене, чем последние сделки. Вера решает не торопиться и сначала посмотреть, как завод отчитается за следующий квартал. Если убытки вырастут или в отчёте появятся новые сделки со связанными сторонами, она откажется от идеи совсем. Если же завод выйдет хотя бы на нулевой результат, она купит акции и будет терпеливо ждать.

Конец ознакомительного фрагмента.

Текст предоставлен ООО «Литрес».

Прочитайте эту книгу целиком, купив полную легальную версию на Литрес.

Безопасно оплатить книгу можно банковской картой Visa, MasterCard, Maestro, со счета мобильного телефона, с платежного терминала, в салоне МТС или Связной, через PayPal, WebMoney, Яндекс.Деньги, QIWI Кошелек, бонусными картами или другим удобным Вам способом.