12+

СЕРГЕЙ БУКАНОВ

ИНВЕСТИЦИИ ПОСЛЕ ПЕРЕМЕН

Риски и возможности



Сергей Буканов

Инвестиции после перемен. Риски и возможности

https://litres.ru/74899893
ISBN 9785007165174

Аннотация

Какие российские акции могут вырасти после экономических перемен и куда выгоднее вложить деньги?

В книге «Инвестиции после перемен» Сергей анализирует перспективы фондового рынка, разбирает реальные компании и возможные сценарии роста их акций. Вы узнаете, как находить инвестиционные возможности, оценивать потенциальную доходность и избегать дорогостоящих ошибок.

Книга для тех, кто хочет принимать инвестиционные решения осознанно, а не полагаться на прогнозы.

Содержание

Важное примечание для читателя 5
Вступление. Что изменится для инвестора, когда меняется экономика 6
Глава 1. Почему рынок растёт раньше экономики 13
Глава 2. Чего ожидать от российского фондового рынка 30
Глава 3. Хорошая компания ещё не означает выгодную акцию 50
Конец ознакомительного фрагмента. 62

Инвестиции после перемен
Риски и возможности

Сергей Буканов

© Сергей Буканов, 2026

ISBN 978-5-0071-6517-4
Создано в интеллектуальной издательской системе Ridero

Важное примечание для читателя

Данная книга подготовлена в информационных и аналитических целях. Рассматриваемые инвестиционные идеи, прогнозы, финансовые расчёты и сценарии развития рынка отражают авторскую оценку возможных событий и не являются индивидуальными инвестиционными рекомендациями. Фактические результаты могут существенно отличаться от представленных предположений. Любые вложения в финансовые инструменты сопряжены с риском, включая возможность полной потери инвестированных средств. Ответственность за принимаемые инвестиционные решения и их последствия читатель несёт самостоятельно.

Вступление. Что изменится для инвестора, когда меняется экономика

Представим ситуацию, которая на фондовом рынке возникает значительно чаще, чем хотелось бы инвесторам. Экономические условия постепенно улучшаются, процентные ставки начинают снижаться, компании получают возможность дешевле привлекать финансирование, а участники рынка всё увереннее ожидают восстановления деловой активности. Казалось бы, складывается благоприятная обстановка для покупки акций. Однако человек, решивший вложить деньги именно в этот момент, через несколько месяцев обнаруживает, что стоимость его портфеля снизилась, хотя большинство экономических прогнозов продолжает подтверждаться.

На первый взгляд здесь возникает противоречие. Если экономика действительно движется в благоприятном направлении, почему инвестор теряет деньги? Причина заключается в особенности фондового рынка, которую необходимо понимать прежде, чем пытаться заработать на крупных экономических изменениях. Стоимость акций определяется не только текущим положением компаний, но и ожиданиями относительно их будущих результатов. Причём эти ожида-

ния способны изменяться значительно быстрее, чем реальные финансовые показатели бизнеса.

Когда появляется вероятность улучшения экономических условий, инвесторы начинают действовать заранее. Они покупают акции компаний, которые, по их мнению, получат наибольшие преимущества от снижения ставок, восстановления потребительского спроса или изменения условий международной торговли. Повышенный интерес постепенно отражается в котировках, и к моменту, когда благоприятные события действительно происходят, значительная часть предполагаемого роста прибыли уже может быть учтена в стоимости акций.

Именно здесь возникает одна из наиболее распространённых инвестиционных ошибок. Человек правильно оценивает направление экономических изменений, выбирает перспективную отрасль и даже находит компанию, финансовые результаты которой впоследствии улучшаются. Но покупает её акции по цене, предполагающей настолько благоприятное развитие событий, что дальнейший рост бизнеса уже не обеспечивает привлекательной доходности. В результате верный экономический прогноз превращается в неудачное финансовое решение.

Рассмотрим простой условный пример. Акции некоторой компании торгуются по 100 рублей, когда большинство инвесторов ещё сомневается в перспективах её бизнеса. Постепенно появляются основания ожидать улучшения финансо-

вых результатов, интерес покупателей увеличивается, и стоимость бумаги поднимается до 150 рублей. Спустя некоторое время компания действительно сообщает о положительных изменениях, однако рынок оценивает их менее оптимистично, чем предполагалось ранее. Котировки снижаются до 120 рублей, хотя положение самого предприятия по сравнению с первоначальным периодом стало лучше.

Для инвестора, купившего акции по 100 рублей, результат остаётся положительным: стоимость его вложений выросла на 20%, если не учитывать дивиденды, комиссии и налоги. Человек, приобретший те же бумаги по 150 рублей, получает убыток в размере 20% от первоначальной суммы. Оба владели акциями одной компании, наблюдали одинаковые экономические события и получили доступ к одной и той же корпоративной информации. Разница заключается прежде всего в цене покупки, которая определила соотношение потенциальной доходности и принятого риска.

Этот пример показывает, почему я считаю недостаточным любой прогноз, ограничивающийся утверждением, что российский фондовый рынок может вырасти. Даже если такое предположение окажется правильным, оно почти ничего не говорит о результате конкретного инвестора. Необходимо понимать, какие компании способны увеличить прибыль, насколько обоснованна их текущая рыночная оценка и какое развитие событий уже заложено в котировки. Без этих вопросов инвестиционное решение слишком сильно зависит

от общего настроения участников торгов.

При этом оценка самого бизнеса и оценка его акций представляют собой разные задачи. Компания может обладать устойчивым положением на рынке, регулярно получать прибыль, увеличивать выручку и выплачивать дивиденды, оставаясь при этом непривлекательной для покупки по определённой цене. Возможна и противоположная ситуация, когда временные трудности предприятия приводят к значительному снижению котировок, но его финансовое положение сохраняет достаточную устойчивость, чтобы рассматривать восстановление стоимости. Разумеется, низкая цена сама по себе ничего не гарантирует: иногда падение отражает не временные опасения инвесторов, а серьёзное ухудшение перспектив бизнеса.

Особенно важно учитывать эту разницу в периоды масштабных экономических изменений. Российские публичные компании работают в неодинаковых условиях, поэтому одни и те же события могут по-разному отражаться на их финансовых результатах. Снижение процентных ставок способно уменьшить расходы предприятий на обслуживание задолженности, но одновременно изменить доходность отдельных банковских операций. Укрепление рубля может облегчить закупку импортного оборудования и комплектующих, однако для экспортёров оно нередко означает сокращение рублёвой выручки при прочих равных условиях.

Поэтому я не рассматриваю экономические перемены как

универсальную причину роста всех российских акций. Меня интересует конкретный механизм, связывающий изменение внешних условий с прибылью определённой компании. Если такой механизм существует, необходимо оценить его финансовую значимость, возможные ограничения и время, которое потребуется для отражения изменений в отчётности. Только после этого появляется основание обсуждать стоимость акций и потенциальную доходность вложений.

Дополнительную сложность создаёт неопределённость будущего. Даже наиболее убедительный экономический сценарий остаётся предположением, которое может не реализоваться или осуществиться в иной последовательности. Процентные ставки способны снижаться медленнее ожиданий, потребительский спрос может восстанавливаться неравномерно, а увеличение выручки не обязательно сопровождается сопоставимым ростом чистой прибыли. Инвестору приходится принимать решения до того, как становятся известны окончательные результаты, и именно поэтому качество его анализа имеет большее значение, чем уверенность в единственном прогнозе.

В этой книге я буду рассматривать три возможных направления развития событий: базовое, благоприятное и негативное. Для каждого из них важны не произвольно назначенные проценты роста котировок, а экономические предпосылки, финансовые показатели компаний и условия, при которых первоначальные расчёты потребуется пересмотреть. Такой

подход не устраняет неопределённость, но позволяет заранее понять, какие обстоятельства способны сделать инвестиционную идею привлекательной, а какие превращают её в источник неоправданного риска.

Отдельное внимание я уделю российским публичным компаниям из разных отраслей. Банковский сектор, нефтегазовые предприятия, металлургия, транспорт, технологический бизнес и компании, ориентированные на внутренний спрос, по-разному реагируют на изменения экономической среды. На примерах конкретных эмитентов мы сможем оценить, какие показатели действительно имеют значение для акционеров, почему популярность компании не равнозначна инвестиционной привлекательности и каким образом можно определить разумный диапазон стоимости её акций.

Однако поиск перспективных компаний составляет только часть инвестиционной работы. Не менее важно сравнивать ожидаемую доходность акций с альтернативными способами размещения капитала. Если облигации или инструменты денежного рынка предлагают достаточно привлекательные условия при меньшей неопределённости результата, покупка акций далеко не всегда оказывается наиболее рациональным решением. Смысл инвестирования заключается не в постоянном присутствии на фондовом рынке, а в выборе такого соотношения возможной прибыли, риска и срока вложений, которое соответствует финансовым обстоятельствам человека.

Особенно осторожно следует относиться к деньгам, которые могут потребоваться в обозримом будущем. Даже качественная инвестиционная идея способна временно принести существенный убыток, а необходимость продать активы в неблагоприятный момент превращает снижение котировок в окончательную потерю части капитала. Поэтому размер вложений, наличие финансового резерва и способность выдержать отрицательный сценарий необходимо учитывать ещё до покупки, а не после появления первых проблем.

Я не ставлю перед собой задачу назвать акции, которые обязательно принесут прибыль. Такой результат невозможно добросовестно гарантировать, поскольку стоимость ценных бумаг зависит от множества факторов, часть которых не поддаётся надёжному прогнозированию. Представленные рассуждения и расчёты носят информационно-аналитический характер, не учитывают индивидуальные обстоятельства конкретного читателя и не являются индивидуальной инвестиционной рекомендацией.

Для меня гораздо важнее показать, каким образом можно самостоятельно проверить инвестиционную гипотезу, отделить подтверждённые финансовые показатели от ожиданий и определить условия, при которых покупка имеет экономический смысл. Иногда такой анализ приведёт к выводу, что акции заслуживают внимания. В других случаях расчёты покажут, что даже привлекательный бизнес пока не оправдывает цену, которую за него предлагает заплатить рынок.

Глава 1. Почему рынок растёт раньше экономики

На фондовом рынке нередко возникает ситуация, которая кажется нелогичной человеку, привыкшему оценивать бизнес по его текущим результатам. Экономика ещё испытывает трудности, предприятия сообщают о высоких расходах на финансирование, потребительский спрос остаётся сдержанным, а финансовая отчётность многих компаний не показывает заметного улучшения. При этом стоимость акций начинает расти, иногда достаточно быстро и сразу в нескольких отраслях. Возникает закономерный вопрос: за что именно инвесторы готовы платить больше, если предприятия пока не стали зарабатывать больше денег?

Ответ связан с тем, что фондовый рынок оценивает не только существующее положение компаний, но и предполагаемые результаты их деятельности в будущем. Покупая акцию, инвестор приобретает долю в бизнесе, стоимость которой зависит от способности этого бизнеса создавать экономическую выгоду для владельцев на протяжении многих лет. Текущая прибыль имеет значение, однако ещё важнее то, какой она может стать впоследствии, сколько денежных средств компания сможет сохранить после необходимых расходов и какую часть созданной стоимости получат акци-

онеры. Именно изменение представлений об этих будущих результатах способно привести к росту котировок задолго до появления положительных изменений в бухгалтерских показателях.

Предположим, крупное российское предприятие работает в условиях высокой стоимости заёмного капитала. Компания сохраняет устойчивую выручку, но значительная часть операционной прибыли направляется на обслуживание кредитов, а новые инвестиционные проекты приходится откладывать. В опубликованной отчётности ситуация выглядит достаточно напряжённой, поскольку расходы уже отражены в финансовых результатах, а возможные преимущества будущего снижения ставок пока существуют только в виде предположений. Тем не менее инвесторы могут начать покупать акции, если появятся убедительные основания ожидать постепенного удешевления финансирования.

В таком случае рынок оценивает не сегодняшнюю прибыль, а возможное изменение финансового положения предприятия через год или два. Снижение процентных расходов способно увеличить чистую прибыль даже при относительно стабильной выручке, а восстановление инвестиционной активности может создать дополнительные возможности для развития бизнеса. Если вероятность подобного сценария становится выше, инвесторы начинают пересматривать справедливую стоимость компании. Причём для изменения котировок необязательно дожидаться фактического снижения

расходов: достаточно, чтобы изменились ожидания относительно будущих денежных потоков.

Однако здесь существует важная особенность, которую часто упускают из виду. Цена акции зависит не только от величины предполагаемых будущих доходов, но и от того, какую доходность инвесторы требуют в качестве компенсации за ожидание и риск. Чем выше неопределённость, тем большую потенциальную выгоду обычно хотят получить участники рынка, прежде чем согласиться вложить деньги. Когда неопределённость уменьшается, требуемая доходность может снижаться, а вместе с ней изменяется и оценка будущих денежных поступлений.

Для понимания этого механизма полезно рассмотреть стоимость денег во времени. Сто рублей, которые человек получает сегодня, и сто рублей, которые он рассчитывает получить через несколько лет, не являются экономически равноценными. Деньги, доступные сейчас, можно разместить в другом инструменте, использовать для собственных потребностей или сохранить в качестве резерва. Кроме того, будущий платёж связан с неопределённостью, поэтому его сегодняшняя стоимость зависит от срока ожидания и риска неполучения.

В финансовом анализе такой подход называется дисконтированием. Его смысл заключается в приведении будущих денежных поступлений к текущей стоимости с учётом требуемой доходности. Например, если инвестор рассчитывает

получить 110 рублей через год и считает приемлемой доходность 10% годовых, сегодняшняя стоимость этого будущего платежа составляет 100 рублей. Если при неизменной сумме ожидаемого платежа требуемая доходность увеличивается до 20%, его текущая оценка снижается примерно до 91,67 рубля.

На первый взгляд разница кажется небольшой, однако при оценке бизнеса она приобретает значительно большее значение. Компания способна создавать денежные потоки на протяжении десятилетий, и изменение ставки дисконтирования влияет на стоимость каждого из будущих поступлений. Особенно чувствительными оказываются предприятия, от которых ожидают значительного роста прибыли в отдалённые годы. Если большая часть предполагаемой экономической выгоды должна появиться только через пять или десять лет, повышение требуемой доходности способно существенно уменьшить сегодняшнюю оценку бизнеса даже без ухудшения его производственных перспектив.

Именно поэтому изменения процентных ставок имеют для фондового рынка более сложное значение, чем простое удешевление кредитов. Ключевая ставка Банка России влияет на стоимость денег в экономике, доходности банковских вкладов и облигаций, условия кредитования предприятий и привлекательность альтернативных способов размещения капитала. Когда относительно надёжные долговые инструменты предлагают высокую доходность, инвестору требует-

ся достаточно убедительное обоснование, чтобы принять дополнительный риск владения акциями. Если доходности таких инструментов начинают снижаться, сравнительная привлекательность будущих денежных потоков компаний может увеличиваться.

При этом я бы не стал утверждать, что любое снижение ключевой ставки автоматически должно сопровождаться ростом фондового рынка. Значение имеет не только само решение регулятора, но и причины, по которым оно принимается, а также ожидания участников торгов. Если снижение ставки происходит на фоне ослабления экономической активности и ухудшения корпоративных прибылей, положительное влияние более дешёвого финансирования может оказаться недостаточным для роста котировок. Кроме того, рынок способен заранее учесть предполагаемое решение, поэтому его официальное объявление иногда практически не меняет стоимость акций.

Представим, что участники рынка в течение нескольких месяцев ожидают постепенного смягчения денежно-кредитных условий. За это время стоимость акций компаний, наиболее чувствительных к процентным ставкам, заметно увеличивается. Когда Банк России действительно принимает ожидаемое решение, новых оснований для повышения оценки может уже не оказаться. Более того, если комментарии регулятора указывают на медленное дальнейшее снижение ставки, часть инвесторов способна пересмотреть чрезмерно

оптимистичные предположения и начать продавать бумаги.

В результате котировки могут снижаться непосредственно после события, которое само по себе считается благоприятным. Это не обязательно означает, что рынок ошибся в первоначальной оценке направления экономических изменений. Возможно, инвесторы слишком быстро увеличили стоимость будущих прибылей или недооценили время, необходимое для улучшения финансовых результатов. Для владельца акций подобное различие имеет вполне материальные последствия, поскольку даже правильное представление о долгосрочных перспективах компании не защищает от убытка при покупке по завышенной цене.

Существует и другой механизм опережающего роста, связанный с изменением оценки риска. В периоды высокой неопределённости инвесторы могут требовать значительную дополнительную доходность за владение акциями, даже если текущая прибыль предприятий остаётся устойчивой. Такая надбавка к требуемой доходности называется премией за риск. Когда вероятность неблагоприятных событий, по оценке участников рынка, уменьшается, они могут согласиться на более низкую ожидаемую доходность, вследствие чего стоимость бизнеса повышается без немедленного увеличения прибыли.

Рассмотрим условную компанию, которая ежегодно получает стабильную чистую прибыль и не демонстрирует заметного роста. При высокой неопределённости инвесторы оце-

нивают её акции относительно осторожно, поскольку опасаются ухудшения финансовых результатов, сокращения дивидендов или возникновения дополнительных расходов. Если обстоятельства меняются и устойчивость бизнеса начинает вызывать больше доверия, рынок может пересмотреть его стоимость даже при сохранении прежней прибыли. В такой ситуации рост котировок отражает не увеличение заработанных денег, а снижение доходности, которую покупатели требуют за принимаемый риск.

Однако уменьшение неопределённости не следует путать с её исчезновением. Предприятие по-прежнему может столкнуться с падением спроса, ростом себестоимости, изменением условий кредитования или необходимостью крупных капитальных вложений. Инвестор, который оценивает компанию исключительно по наиболее благоприятному сценарию, фактически предполагает, что значительная часть этих угроз перестала существовать. Именно такое предположение иногда становится причиной чрезмерного роста котировок, особенно когда улучшение рыночных настроений опережает появление достоверной финансовой информации.

Для меня принципиально важно различать два процесса, которые внешне выглядят одинаково. В первом случае стоимость акций увеличивается потому, что появились обоснованные предпосылки для роста будущей прибыли или уменьшения риска. Во втором котировки повышаются главным

образом из-за готовности покупателей платить всё больше за уже известные ожидания. На графике оба процесса могут выглядеть как устойчивое восходящее движение, однако экономическое содержание такого роста и его последствия для инвестора будут существенно различаться.

Особенно хорошо эта разница проявляется при использовании финансовых мультипликаторов. Один из наиболее распространённых показателей, P/E, отражает соотношение рыночной стоимости компании и её годовой чистой прибыли, приходящейся на акционеров. Условно говоря, он показывает, сколько рублей рыночной оценки приходится на каждый рубль годовой прибыли. При прочих равных увеличение этого коэффициента означает, что инвесторы готовы платить за существующую прибыль больше, чем раньше.

При этом рост P/E не обязательно свидетельствует о появлении спекулятивного пузыря. Более высокая оценка может быть оправданна улучшением качества бизнеса, снижением финансовых рисков, повышением ожидаемых темпов роста или уменьшением требуемой доходности. Но если прибыль остаётся неизменной, а котировки быстро увеличиваются, инвестору необходимо выяснить, какие именно изменения заставили рынок пересмотреть стоимость компании. Без такого объяснения повышение цены остаётся фактом торгов, но ещё не становится доказательством улучшения инвестиционной привлекательности.

Предположим, что некоторая российская компания еже-

годно получает чистую прибыль в размере 10 миллиардов рублей. Её бизнес достаточно устойчив, но инвесторы осторожно оценивают дальнейшие перспективы, поэтому рыночная стоимость всех акций составляет 50 миллиардов рублей. В таком случае коэффициент P/E равен 5, поскольку капитализация предприятия в пять раз превышает его годовую прибыль. Это не означает, что покупатель обязательно вернёт вложенные деньги за пять лет: прибыль может измениться, а значительная её часть потребуется для инвестиций, погашения задолженности и поддержания деятельности.

Теперь представим, что экономические ожидания становятся благоприятнее. Инвесторы предполагают снижение стоимости финансирования, постепенное восстановление спроса и уменьшение неопределённости, хотя сама компания пока продолжает зарабатывать прежние 10 миллиардов рублей в год. На фоне этих ожиданий участники рынка соглашаются оценивать бизнес уже с коэффициентом P/E, равным 7. Рыночная капитализация увеличивается до 70 миллиардов рублей, что означает рост стоимости акций на 40% при неизменном количестве бумаг в обращении.

Получается, что инвесторы стали богаче на бумаге, хотя предприятие не заработало ни одного дополнительного рубля прибыли. Причина роста заключается исключительно в изменении рыночной оценки существующего финансового результата. Такое повышение котировок может оказаться экономически обоснованным, если последующие собы-

тия действительно приведут к улучшению показателей бизнеса или устойчивому снижению требуемой доходности. Однако для покупателя, приобретающего акции после сорокапроцентного роста, ситуация становится значительно сложнее.

При капитализации 70 миллиардов рублей и прежней прибыли 10 миллиардов компания уже оценивается по P/E, равному 7. Если через год её чистая прибыль увеличится на 20% и достигнет 12 миллиардов рублей, а рынок сохранит прежний коэффициент, расчётная стоимость бизнеса составит 84 миллиарда рублей. Относительно цены покупки при капитализации 70 миллиардов это означает потенциальное увеличение стоимости на 20%, без учёта дивидендов и расходов инвестора. Но если финансовые результаты не улучшатся, а рыночная оценка вернётся к первоначальному коэффициенту 5, капитализация снова составит 50 миллиардов рублей, и поздний покупатель столкнётся с падением стоимости своих вложений примерно на 28,6%.

Подобные расчёты позволяют увидеть то, что практически невозможно определить по одному графику котировок. Для инвестора, купившего акции при P/E, равном 5, повышение оценки до 7 уже создало существенную прибыль. Для человека, который приобретает те же бумаги после роста, дальнейший результат зависит от способности компании оправдать более высокие ожидания. Причём даже увеличение прибыли не гарантирует положительной доходности, ес-

ли одновременно снизится коэффициент, по которому рынок оценивает бизнес.

Предположим, что прибыль предприятия выросла с 10 до 12 миллиардов рублей, однако инвесторы перестали ожидать дальнейшего улучшения экономических условий и согласны платить только шестикратную годовую прибыль. Тогда капитализация составит 72 миллиарда рублей, всего на 2,9% выше первоначальных 70 миллиардов, уплаченных поздними покупателями. Бизнес увеличил прибыль на 20%, но стоимость акций практически не изменилась. Именно поэтому при оценке инвестиционных перспектив необходимо отдельно рассматривать возможное изменение финансовых результатов и изменение рыночного отношения к этим результатам.

Российский фондовый рынок уже демонстрировал периоды, когда котировки заметно восстанавливались на фоне сохранявшейся экономической неопределённости. Показательным примером стал 2023 год, в течение которого Индекс Московской биржи вырос на 43,87%, поднявшись с 2154,12 до 3099,11 пункта. Эти значения отражают изменение самого ценового индекса без включения дивидендов и не означают, что все российские акции принесли сопоставимую доходность. Тем не менее масштаб движения показывает, насколько значительно может измениться оценка фондового рынка в течение одного календарного года.

Особенно интересно сопоставить эту динамику с измене-

нием денежно-кредитных условий. В первой половине 2023 года ключевая ставка Банка России сохранялась на уровне 7,5% годовых, однако затем регулятор начал последовательно повышать её. К концу декабря ставка достигла 16%, что существенно увеличило стоимость финансирования и доходность альтернативных инструментов с фиксированным доходом. Несмотря на такое изменение, фондовый рынок завершил год с заметным положительным результатом.

Причины роста не сводились к одному фактору. Важную роль играли восстановление интереса инвесторов к российским акциям, возобновление публикации финансовой отчётности рядом компаний, возвращение дивидендных выплат и адаптация предприятий к изменившимся условиям деятельности. Дополнительное влияние оказывало изменение валютного курса, поскольку ослабление рубля способно увеличивать рублёвую выручку экспортёров при определённой структуре их доходов и расходов. При этом положительная динамика индекса не означала равномерного улучшения финансового положения всех входящих в него компаний.

Я рассматриваю этот период не как доказательство того, что фондовый рынок всегда растёт вопреки высокой процентной ставке, а как пример сложности взаимосвязей между экономическими показателями и котировками. Одновременно действовали факторы, способствовавшие повышению стоимости отдельных акций, и обстоятельства, ограничивавшие их инвестиционную привлекательность. Рынок реаги-

ровал на совокупность ожиданий, корпоративных событий и изменений условий размещения капитала. В другой ситуации аналогичное повышение ставок могло бы сопровождаться совершенно иной динамикой.

Для самостоятельного инвестора особенно важно понимать, что историческое движение индекса не позволяет автоматически определить будущую доходность конкретной акции. Даже в период общего восстановления одни компании способны значительно опережать рынок, другие показывают умеренный результат, а третьи продолжают дешеветь. Причины различий могут заключаться в долговой нагрузке, динамике прибыли, дивидендной политике, структуре акционеров и ожиданиях относительно будущего бизнеса. Поэтому я предпочитаю рассматривать рыночный индекс как показатель общего направления торгов, а не как замену анализу отдельных предприятий.

Когда стоимость акций увеличивается быстрее прибыли, необходимо определить, насколько оправданно такое расхождение. Один из признаков фундаментально обоснованной переоценки заключается в появлении проверяемых изменений, способных улучшить будущие денежные потоки. Это может быть сокращение процентных расходов после рефинансирования задолженности, увеличение объёмов производства, повышение операционной эффективности или завершение инвестиционного проекта, который начинает приносить выручку. При этом важно оценивать не только

предполагаемую выгоду, но и затраты, необходимые для её получения.

Другим существенным признаком становится изменение устойчивости финансового положения компании. Если предприятие сокращает задолженность, увеличивает свободный денежный поток и уменьшает зависимость от внешнего финансирования, инвесторы получают основания пересмотреть оценку риска. Такой рост стоимости может происходить ещё до заметного увеличения чистой прибыли, поскольку улучшение баланса само по себе уменьшает вероятность финансовых затруднений. Однако положительная динамика отдельных показателей должна подтверждаться отчётностью, а не только заявлениями руководства о благоприятных перспективах.

Спекулятивный ажиотаж обычно проявляется иначе. Котировки начинают расти настолько быстро, что объяснить изменение капитализации конкретными финансовыми результатами становится затруднительно. В обсуждениях всё чаще появляются ожидания дальнейшего повышения цены, основанные преимущественно на предыдущем росте. Инвесторы обращают меньше внимания на задолженность, рентабельность и денежные потоки, поскольку считают, что положительное настроение рынка само по себе обеспечит возможность продать акции дороже.

При этом высокий объём торгов или резкое увеличение цены нельзя автоматически считать доказательством спеку-

ляции. Иногда значительное движение возникает после действительно важного корпоративного события, которое меняет перспективы бизнеса. Например, неожиданное сокращение долговой нагрузки или существенное улучшение прогнозируемой прибыли способно оправдать быструю переоценку компании. Поэтому меня интересует не скорость изменения котировок сама по себе, а соответствие между масштабом движения и экономическими последствиями произошедших событий.

Особую осторожность вызывает ситуация, когда участники рынка начинают объяснять любую новую информацию исключительно в пользу дальнейшего роста. Сильная отчётность воспринимается как подтверждение инвестиционной идеи, а слабая объявляется временным обстоятельством, которое скоро утратит значение. Повышение ставок рассматривается как краткосрочная трудность, снижение ставок — как дополнительная причина покупать, а отсутствие изменений — как возможность приобрести акции до будущего улучшения. Подобная логика постепенно делает первоначальный прогноз практически неопровержимым, хотя любой добросовестный анализ должен предусматривать условия, при которых гипотеза признаётся ошибочной.

Я бы также обращал внимание на разницу между ростом чистой прибыли и увеличением денежных средств, действительно доступных акционерам. Предприятие может сообщить о значительном улучшении финансового результата,

но одновременно столкнуться с необходимостью крупных капитальных вложений, увеличением оборотного капитала или погашением существенной задолженности. В таком случае рост бухгалтерской прибыли не обязательно означает сопоставимое увеличение способности выплачивать дивиденды. Если инвесторы игнорируют эти обстоятельства, даже формально невысокий коэффициент P/E способен создавать ложное впечатление дешевизны.

Не менее важна устойчивость источников прибыли. Разовый доход от продажи актива, положительная курсовая переоценка или иное нерегулярное поступление могут существенно улучшить показатели отдельного отчётного периода. Однако использовать такой результат в качестве основания для долгосрочной оценки бизнеса было бы неправильно без анализа вероятности его повторения. Компания, заработавшая значительную сумму благодаря исключительному событию, не обязательно сможет поддерживать аналогичную прибыль в последующие годы.

Иногда именно такие особенности отчётности объясняют, почему акции кажутся дешёвыми по формальным показателям, но рынок не спешит повышать их стоимость. Участники торгов могут предполагать, что текущая прибыль временно завышена, будущие расходы окажутся значительными или бизнес столкнётся с ухудшением условий деятельности. В других случаях осторожная оценка действительно бывает чрезмерной, и тогда у инвестора появляется возможность

приобрести долю в компании с определённым запасом прочности. Различить эти ситуации можно только после изучения источников прибыли, финансовых обязательств и предпосылок будущего развития предприятия.

Поэтому при заметном росте котировок я прежде всего стараюсь определить, какая часть повышения стоимости объясняется уже произошедшими изменениями, а какая основана на ожиданиях. Если компания действительно улучшила финансовые показатели, это одна ситуация. Если её прибыль остаётся прежней, но инвесторы предполагают существенное увеличение доходов через несколько лет, оценка становится значительно чувствительнее к ошибкам прогноза. Чем больше будущих благоприятных событий уже учтено в цене, тем меньше остаётся пространства для разочарования без финансовых последствий для акционера.

Глава 2. Чего ожидать от российского фондового рынка

Российский фондовый рынок находится под влиянием нескольких экономических факторов, которые способны одновременно действовать в противоположных направлениях. Снижение процентных ставок может повышать привлекательность акций, но замедление потребительского спроса ограничивает возможности компаний увеличивать прибыль. Ослабление рубля способно поддерживать финансовые результаты экспортёров, однако одновременно повышает стоимость импортного оборудования, комплектующих и отдельных видов сырья. Поэтому попытка определить будущее направление рынка по одному экономическому показателю редко позволяет получить достаточно надёжное представление о его перспективах.

На мой взгляд, наиболее разумный подход заключается в оценке взаимосвязей между денежно-кредитной политикой, инфляцией, валютным курсом, корпоративными доходами и поведением потребителей. Каждый из этих факторов влияет на стоимость бизнеса через определённые финансовые механизмы, причём последствия изменений могут проявляться с существенной задержкой. Для инвестора важно понимать не только направление экономических процессов,

но и то, насколько быстро они способны отразиться на прибыли компаний. Именно расхождение между скоростью изменения ожиданий и реальными финансовыми результатами нередко создаёт как инвестиционные возможности, так и основания для серьёзных потерь.

Одним из центральных показателей российской экономики остаётся ключевая ставка Банка России. Она влияет на стоимость краткосрочного финансирования, условия привлечения кредитов, доходность сбережений и инвестиционные решения предприятий. При высокой ставке компаниям становится дороже обслуживать задолженность и финансировать развитие, особенно если значительная часть обязательств предполагает плавающий процент или требует регулярного рефинансирования. Одновременно инвесторы получают возможность размещать средства в банковских вкладах и долговых инструментах, доходность которых может выглядеть достаточно привлекательной по сравнению с неопределёнными перспективами акций.

Однако влияние ключевой ставки на фондовый рынок нельзя свести к простому правилу, согласно которому её повышение вызывает падение котировок, а снижение обеспечивает рост. Решающее значение имеют ожидания относительно будущей денежно-кредитной политики, причины изменения ставки и состояние корпоративных финансов. Если участники рынка заранее предполагают постепенное смягчение условий, стоимость акций наиболее чувствительных

компаний может начать увеличиваться задолго до соответствующих решений регулятора. В результате официальное снижение ставки иногда оказывается событием, которое уже практически полностью учтено в котировках.

Кроме того, разные компании реагируют на изменение стоимости денег неодинаково. Для предприятия с большой задолженностью снижение процентных расходов способно непосредственно улучшить чистую прибыль, если условия действующих кредитов позволяют воспользоваться более низкими ставками. Для бизнеса, который располагает значительными денежными резервами и получает существенные процентные доходы, результат может оказаться менее благоприятным. Банковский сектор представляет ещё более сложный случай, поскольку изменение ставок одновременно влияет на стоимость привлечённых средств, доходность кредитного портфеля, спрос на заимствования и качество обслуживания задолженности клиентами.

Поэтому при анализе перспектив конкретной компании я обращал бы внимание не столько на сам факт изменения ключевой ставки, сколько на структуру её финансовых обязательств. Предприятие с долгосрочными кредитами по фиксированной ставке может не получить немедленной выгоды от смягчения денежно-кредитной политики. Напротив, компания с существенной долей краткосрочной задолженности способна достаточно быстро почувствовать изменение стоимости финансирования, хотя ей придётся учитывать

условия рефинансирования и отношение кредиторов к её финансовому положению. Даже одинаковое снижение ставки не означает одинакового увеличения прибыли у предприятий одной отрасли.

Не менее важным показателем остаётся инфляция. Её влияние на фондовый рынок значительно сложнее, чем может показаться при поверхностном рассмотрении. Увеличение цен способно приводить к росту номинальной выручки предприятий, но одновременно повышает расходы на материалы, оплату труда, логистику и обслуживание деятельности. Если компания обладает возможностью переносить дополнительные затраты на покупателей без существенного сокращения продаж, её финансовые результаты могут сохранять устойчивость. Если же конкуренция ограничивает повышение отпускных цен, инфляционное давление постепенно уменьшает прибыльность бизнеса.

Для инвестора особенно важно различать номинальный рост финансовых показателей и реальное улучшение экономического положения компании. Предприятие может сообщить об увеличении выручки на 12%, однако при сопоставимом росте расходов и отсутствии увеличения физических объёмов продаж его экономические возможности практически не изменятся. Более того, если себестоимость растёт быстрее отпускных цен, чистая прибыль способна сократиться даже при положительной динамике выручки. Поэтому я не стал бы рассматривать увеличение денежных показа-

телей как самостоятельное доказательство укрепления бизнеса без анализа рентабельности и денежных потоков.

Инфляция влияет на акции также через ожидания относительно будущих процентных ставок. Устойчивое замедление роста потребительских цен может создавать условия для постепенного смягчения денежно-кредитной политики, хотя окончательное решение зависит от более широкого набора экономических обстоятельств. Если же инфляционное давление сохраняется, инвесторы могут пересматривать предполагаемые сроки снижения ставки, что отражается на оценке будущих прибылей компаний. Таким образом, даже предприятия, непосредственно не испытывающие серьёзных проблем с ростом расходов, способны столкнуться со снижением котировок из-за изменения требуемой инвесторами доходности.

Особое место в этой системе занимают государственные облигации. Доходности облигаций федерального займа позволяют оценивать, какую компенсацию рынок требует за предоставление средств государству на определённый срок, хотя стоимость таких бумаг также зависит от процентного риска и других обстоятельств. Для инвестора они служат важным ориентиром при сравнении альтернативных способов размещения капитала. Если долговые инструменты предлагают высокую доходность, приобретение акций должно предполагать достаточно привлекательную ожидаемую компенсацию за дополнительную неопределённость.

При этом необходимо различать текущую доходность облигации и доходность к погашению. Последняя учитывает рыночную цену бумаги, предусмотренные выплаты и сумму, которую инвестор должен получить при погашении, если эмитент выполнит обязательства. Когда рыночные процентные ставки снижаются, стоимость ранее выпущенных облигаций с фиксированными выплатами обычно увеличивается, поскольку их условия становятся привлекательнее относительно новых размещений. Но если инвестор продаёт такую бумагу до погашения, фактический результат зависит от цены продажи и полученных выплат, а не только от доходности, рассчитанной в момент покупки.

Для фондового рынка динамика облигационных доходностей представляет интерес ещё и потому, что отражает изменение ожиданий относительно стоимости денег на разных временных горизонтах. Например, снижение доходностей долгосрочных государственных облигаций может указывать на пересмотр представлений участников рынка о будущей инфляции, процентных ставках или требуемой компенсации за риск. Однако подобное движение нельзя автоматически считать сигналом скорого роста акций. Если одновременно ухудшаются прогнозы корпоративной прибыли, положительный эффект более низкой требуемой доходности способен оказаться недостаточным.

Валютный курс добавляет ещё один уровень сложности. Российский фондовый рынок включает предприятия с суще-

ственно различающейся структурой доходов и расходов, поэтому изменение стоимости рубля не может одинаково влиять на всех эмитентов. Экспортёры, получающие значительную часть выручки в иностранной валюте, при ослаблении рубля могут увеличивать рублёвые доходы, если остальные условия остаются неизменными. Однако конечный результат зависит от экспортных цен, объёмов продаж, валютной структуры расходов, налоговых обязательств и действующих торговых ограничений.

Для компаний, ориентированных преимущественно на внутренний рынок, ситуация может складываться иначе. Ослабление рубля повышает стоимость импортных товаров, оборудования и комплектующих, что создаёт дополнительное давление на себестоимость. Если предприятие не способно полностью переложить возросшие расходы на покупателей, его рентабельность может уменьшиться. При укреплении национальной валюты часть этих затрат, напротив, способна снизиться, хотя положительный эффект зависит от условий закупок, сроков поставок и конкурентной ситуации.

Поэтому попытка оценивать перспективы российского рынка исключительно через направление валютного курса представляется мне недостаточной. Даже внутри экспортного сектора компании обладают разной чувствительностью к изменению рубля, поскольку отличаются структурой затрат, долговыми обязательствами и географией продаж. Кроме того, валютные изменения способны одновременно влиять

на инфляцию, процентные ожидания и потребительские возможности населения. В результате первоначально благоприятное для отдельного предприятия движение курса может сопровождаться обстоятельствами, ограничивающими его положительное влияние на прибыль.

Отдельного внимания заслуживает внутренний спрос, поскольку именно он во многом определяет возможности предприятий увеличивать продажи на российском рынке. На потребительскую активность влияют реальные располагаемые доходы населения, занятость, доступность кредитования, склонность к сбережению и ожидания относительно будущего финансового положения. Высокие процентные ставки могут побуждать граждан откладывать крупные покупки, особенно если они предполагают использование заёмных средств. При постепенном удешевлении кредитования часть отложенного спроса способна возвращаться, создавая дополнительные возможности для торговых, технологических и производственных компаний.

Однако восстановление потребления не обязательно происходит равномерно. Покупатели могут увеличивать расходы на товары первой необходимости, продолжая ограничивать приобретение дорогостоящей техники, автомобилей или недвижимости. Рост номинального оборота розничной торговли также не всегда означает сопоставимое увеличение количества проданных товаров, поскольку часть динамики объясняется изменением цен. Поэтому при оценке компа-

ний внутреннего рынка необходимо учитывать физические объёмы продаж, средний чек, рентабельность и способность бизнеса сохранять клиентов в условиях меняющейся покупательной способности.

Не менее существенным фактором становится корпоративная прибыль, поскольку именно она связывает экономические изменения с долгосрочной стоимостью акций. Если снижение ставок, восстановление спроса и улучшение условий торговли действительно приводят к увеличению денежных потоков предприятий, у рынка появляются фундаментальные основания для пересмотра их стоимости. Но когда котировки растут значительно быстрее финансовых результатов, инвесторы фактически увеличивают ставку на будущее улучшение бизнеса. В таком случае даже умеренное отклонение реальных показателей от ожиданий может вызвать заметную переоценку акций.

Особенно осторожно я относился бы к ситуациям, когда улучшение экономических прогнозов сопровождается одновременным повышением стоимости большинства публичных компаний. Подобная динамика может отражать действительно значимые изменения инвестиционной среды, но иногда она означает лишь снижение общей осторожности участников торгов. Если инвесторы начинают одинаково положительно оценивать предприятия с разной долговой нагрузкой, качеством прибыли и перспективами спроса, возникает риск чрезмерного упрощения экономической карти-

ны. Именно в такие периоды различия между сильным бизнесом и компанией с серьёзными финансовыми ограничениями могут временно перестать отражаться в котировках.

Оценивать перспективы российского фондового рынка я предпочитаю через несколько возможных сценариев, а не через попытку угадать единственное направление движения котировок. Такой подход позволяет учитывать, что экономические показатели редко изменяются одновременно и с одинаковой скоростью. Инфляция может замедляться, тогда как потребительский спрос продолжает испытывать давление, а снижение стоимости финансирования способно сопровождаться ухудшением прибыли отдельных предприятий. Поэтому даже при наличии благоприятных предпосылок необходимо заранее определить, какие обстоятельства подтвердят первоначальные ожидания, а какие заставят пересмотреть оценку рынка.

Базовый сценарий предполагает постепенную адаптацию экономики без резкого улучшения всех финансовых условий. В его основе лежит умеренное замедление инфляции, осторожное снижение процентных ставок при наличии соответствующих предпосылок и сохранение относительно устойчивого внутреннего спроса. Корпоративные прибыли в такой ситуации могут восстанавливаться неравномерно: предприятия с устойчивыми денежными потоками и умеренной задолженностью получают определённые преимущества, тогда как компании с высокой долговой нагруз-

кой продолжают испытывать давление финансовых расходов. При этом условия международной торговли существенно не ухудшаются, но и не предполагается быстрого исчезновения существующих ограничений.

Для фондового рынка реализация такого сценария не обязательно означает продолжительный и равномерный рост. Часть положительных изменений может быть заранее отражена в котировках, поэтому дальнейшая динамика будет зависеть от способности компаний подтверждать ожидания финансовыми результатами. Акции предприятий, которые увеличивают прибыль быстрее первоначальных прогнозов, способны привлекать дополнительный интерес. Одновременно бумаги компаний с недостаточно убедительными результатами могут дешеветь даже на фоне относительно благоприятной общей экономической обстановки.

В базовом сценарии я уделял бы особое внимание устойчивости корпоративных денежных потоков. Если предприятие сохраняет способность финансировать текущую деятельность, обслуживать задолженность и поддерживать необходимые инвестиции без постоянного привлечения нового капитала, его положение выглядит более предсказуемым. Однако даже финансово устойчивый бизнес не обязательно представляет привлекательную инвестиционную возможность по любой рыночной цене. Если ожидаемое улучшение уже полностью учтено в стоимости акций, дальнейшая доходность может оказаться ограниченной.

Благоприятный сценарий предполагает более заметное улучшение экономических условий, при котором несколько положительных факторов начинают усиливать друг друга. Инфляционное давление устойчиво уменьшается, процентные ставки получают основания для последовательного снижения, а доступность финансирования постепенно восстанавливается. Предприятия увеличивают инвестиционную активность, потребительский спрос сохраняет достаточную устойчивость, а изменение условий международной торговли открывает дополнительные возможности для отдельных отраслей. При этом рост корпоративных доходов сопровождается улучшением рентабельности и денежных потоков, а не ограничивается увеличением номинальной выручки.

При реализации такого сценария фондовый рынок способен получить поддержку сразу по двум направлениям. С одной стороны, увеличение ожидаемой прибыли повышает экономическую стоимость бизнеса. С другой стороны, снижение требуемой инвесторами доходности может приводить к росту рыночных оценок даже без сопоставимого увеличения текущих финансовых результатов. Совместное действие этих факторов создаёт условия для значительной переоценки отдельных компаний, особенно если первоначальная стоимость их акций не предполагала настолько благоприятного развития событий.

Однако именно благоприятный сценарий способен созда-

вать опасные иллюзии относительно будущей доходности. Когда экономические новости становятся преимущественно положительными, инвесторы нередко начинают воспринимать дальнейший рост котировок как естественное продолжение происходящих изменений. В результате они могут соглашаться платить за акции всё более высокую цену, постепенно уменьшая собственный запас прочности. Если компания впоследствии покажет хорошие, но не исключительные результаты, её котировки способны снизиться из-за несоответствия фактических показателей чрезмерным ожиданиям.

Негативный сценарий предполагает сохранение значительной экономической неопределённости или ухудшение отдельных условий деятельности предприятий. Инфляция может замедляться недостаточно устойчиво, что ограничивает возможности снижения процентных ставок. Высокая стоимость финансирования продолжает оказывать давление на компании с существенной задолженностью, а потребительский спрос постепенно ослабевает из-за ограниченной доступности кредитования и изменения покупательной способности населения. Дополнительные трудности могут возникать вследствие неблагоприятной динамики экспортных цен, валютного курса или условий международной торговли.

В такой ситуации фондовый рынок сталкивается с риском одновременного ухудшения корпоративных прибылей и снижения рыночных оценок. Если предприятие начинает зарабатывать меньше, инвесторы пересматривают ожидаемые

денежные потоки. Одновременно повышение неопределённости заставляет участников рынка требовать большую потенциальную доходность за владение акциями, что дополнительно уменьшает их расчётную стоимость. Совпадение этих процессов способно приводить к значительному снижению котировок даже у компаний, которые сохраняют положительную прибыль и продолжают операционную деятельность.

Особенно уязвимыми в негативном сценарии оказываются предприятия, финансовое положение которых зависит от постоянного рефинансирования задолженности или быстрого увеличения выручки. Если ожидаемый рост продаж не происходит, а процентные расходы остаются высокими, компания может столкнуться с необходимостью сокращения инвестиций, продажи активов или привлечения дополнительного капитала. Для действующих акционеров подобные решения иногда означают ухудшение перспектив дивидендных выплат или уменьшение доли участия при дополнительном выпуске акций. Поэтому низкая рыночная оценка таких предприятий не всегда компенсирует принимаемый риск.

Разумеется, три описанных сценария не охватывают всех возможных сочетаний экономических событий. Реальное развитие ситуации может включать элементы каждого из них: например, снижение инфляции при одновременном ухудшении экспортной выручки или восстановление внутреннего спроса на фоне сохранения дорогого кредитования.

Я не стал бы назначать этим сценариям точные вероятности без отдельной обоснованной модели, поскольку подобные числа способны создавать ложное впечатление предсказуемости. Гораздо полезнее определить наблюдаемые признаки, которые позволят своевременно заметить изменение экономической обстановки.

Для этого необходимо следить не только за решениями Банка России, но и за динамикой инфляции, инфляционных ожиданий, доходностей государственных облигаций и фактических условий кредитования. Если рост потребительских цен устойчиво замедляется, а доходности долговых инструментов постепенно снижаются, появляются основания рассматривать возможность смягчения финансовых условий. Однако такой вывод требует сопоставления с динамикой внутреннего спроса и корпоративной прибыли. Само по себе снижение облигационных доходностей ещё не доказывает, что положение российских предприятий улучшается.

Не менее показательны данные о кредитовании и потребительской активности. Увеличение объёмов выдачи кредитов может свидетельствовать о восстановлении спроса, но необходимо учитывать стоимость заимствований, качество кредитного портфеля и способность заёмщиков выполнять обязательства. В розничной торговле важно различать рост оборота в действующих ценах и увеличение физических объёмов продаж. Если потребители тратят больше преимущественно из-за подорожания товаров, такой результат не

обязательно создаёт дополнительные возможности для увеличения прибыли компаний.

Корпоративная отчётность позволяет проверить, насколько экономические ожидания превращаются в реальные финансовые результаты. Я обращал бы внимание на динамику операционной прибыли, свободного денежного потока, долговой нагрузки и расходов на обслуживание обязательств. Если несколько последовательных отчётных периодов подтверждают улучшение этих показателей, основания для положительной оценки бизнеса становятся убедительнее. Если же котировки продолжают расти при ухудшении денежных потоков и увеличении задолженности, необходимо особенно внимательно оценивать, какие будущие результаты уже заложены в цену.

При этом даже точное совпадение ожидаемого экономического события с первоначальным прогнозом не позволяет заранее определить реакцию фондового рынка. Предположим, инвесторы несколько месяцев ожидают снижения ключевой ставки на один процентный пункт. За это время акции компаний, наиболее чувствительных к стоимости финансирования, постепенно дорожают. Когда регулятор принимает именно такое решение, дальнейшее движение котировок зависит от того, насколько событие соответствует уже сформировавшимся ожиданиям и какую дополнительную информацию получают участники торгов.

Первый возможный исход заключается в продолжении ро-

ста. Это может произойти, если решение сопровождается более благоприятными комментариями относительно дальнейшей денежно-кредитной политики или если участники рынка ранее недооценивали вероятность смягчения условий. В таком случае инвесторы пересматривают будущие финансовые результаты компаний и соглашаются платить за акции больше. Однако масштаб повышения котировок будет зависеть не только от самого решения, но и от первоначальной рыночной оценки.

Второй исход предполагает относительно спокойное движение цен без выраженного направления. Если снижение ставки полностью соответствовало ожиданиям, участники рынка могли заранее учесть его последствия. Покупатели не получают новых оснований существенно увеличивать стоимость акций, а продавцы не видят причин для резкого пересмотра своих позиций. В результате даже важное экономическое событие способно сопровождаться незначительными изменениями котировок.

Третий исход выглядит наиболее неожиданным для начинающего инвестора: после благоприятного решения рынок начинает снижаться. Причина может заключаться в фиксации прибыли участниками, которые приобретали акции значительно раньше и теперь используют ожидаемое событие для продажи. Дополнительным фактором становится содержание комментариев регулятора, если они указывают на более продолжительный период жёстких финансовых условий,

чем предполагали инвесторы. Иногда достаточно того, что положительная новость оказалась менее значимой, чем ожидал рынок.

Поэтому я не считаю разумным принимать инвестиционные решения исключительно на основании календаря предстоящих экономических событий. Важнее понимать, какие ожидания уже сформировались, насколько сильно изменились котировки до публикации новости и какие последствия она действительно способна иметь для финансовых результатов компаний. Если акции существенно подорожали ещё до официального решения, дальнейшая покупка требует особенно убедительного расчёта потенциальной доходности. В противном случае инвестор рискует приобрести бумаги у тех участников рынка, которые уже получили основную выгоду от реализации первоначального прогноза.

Отдельного внимания заслуживает расхождение между динамикой фондового индекса и финансовыми результатами отдельных отраслей. Общий рост рынка может обеспечиваться ограниченным количеством крупных компаний, тогда как значительная часть эмитентов показывает слабую динамику. Поэтому при оценке устойчивости повышения котировок полезно обращать внимание на то, насколько широко оно распространяется среди различных отраслей и сопровождается ли увеличением корпоративных прибылей. Если индекс растёт преимущественно благодаря нескольким наиболее популярным акциям, это требует иной оценки, чем си-

туация, когда улучшение финансовых результатов наблюдается у большого числа предприятий.

В периоды изменения экономических ожиданий особенно легко принять повышение рыночной стоимости за подтверждение качества инвестиционной идеи. Однако котировки способны отражать не только фундаментальные изменения, но и временное перераспределение капитала между финансовыми инструментами. Например, снижение привлекательности банковских вкладов может побудить часть инвесторов увеличить вложения в акции, даже если прогнозы корпоративной прибыли существенно не изменились. Такой приток средств способен поддерживать рынок некоторое время, но сам по себе не обеспечивает устойчивого роста стоимости бизнеса.

Именно поэтому при выборе конкретных акций меня интересует не столько уверенность большинства участников торгов в благоприятном будущем, сколько способность предприятия получать экономическую выгоду при разных вариантах развития событий. Если компания сохраняет устойчивость при высоких процентных ставках, умеренном спросе и неблагоприятных валютных изменениях, её финансовое положение менее зависимо от точности общего макроэкономического прогноза. Но если привлекательность акций основана исключительно на предположении о быстром улучшении всех условий одновременно, даже небольшое отклонение от ожидаемого сценария способно существенно изме-

нить инвестиционный результат.

Глава 3. Хорошая компания ещё не означает выгодную акцию

Представим две компании, работающие в одной отрасли. Первая занимает устойчивое положение на рынке, регулярно увеличивает прибыль, располагает сильной управленческой командой и практически не испытывает проблем с финансированием. Вторая развивается медленнее, имеет более скромные финансовые результаты и периодически сталкивается с трудностями. Большинство инвесторов, вероятно, предпочтёт первую компанию, поскольку её бизнес выглядит значительно надёжнее. Однако если акции первой стоят слишком дорого, а стоимость второй уже учитывает значительную часть существующих проблем, финансовый результат вложений может оказаться совершенно не таким, как предполагает первоначальное сравнение.

В этом заключается одно из важнейших различий между оценкой предприятия и оценкой инвестиционной привлекательности его акций. Хороший бизнес действительно обладает преимуществами, которые способны обеспечивать устойчивость прибыли на протяжении многих лет. Но покупатель приобретает не абстрактное качество компании, а определённую долю в её будущих финансовых результатах по конкретной цене. Если эта цена предполагает слишком

высокие темпы роста, даже успешная деятельность предприятия может не обеспечить ожидаемой доходности.

Я предпочитаю разделять инвестиционный анализ на три самостоятельных вопроса. Первый касается качества бизнеса: насколько устойчивы его конкурентные позиции, способен ли он сохранять прибыльность и какие финансовые риски принимает. Второй связан с перспективами развития: насколько быстро компания может увеличивать прибыль, какие ресурсы для этого потребуются и насколько обоснованны соответствующие ожидания. Третий вопрос относится непосредственно к цене акций, поскольку даже убедительные перспективы не делают покупку привлекательной, если рынок уже оценил их слишком оптимистично.

Особенно важно не смешивать текущую прибыль с её будущими темпами роста. Компания может зарабатывать значительные суммы, но практически не иметь возможностей для дальнейшего расширения. Другое предприятие пока получает сравнительно небольшую прибыль, однако обладает перспективами увеличения продаж и повышения рентабельности. При этом инвестору необходимо определить, сколько он готов заплатить за предполагаемый рост и насколько серьёзными окажутся последствия, если ожидания не подтвердятся.

Для первоначального сравнения стоимости компаний часто используют финансовые мультипликаторы. Один из наиболее известных показателей, P/E, представляет собой отно-

шение рыночной капитализации предприятия к его чистой прибыли за определённый период, обычно за двенадцать месяцев. Если компания оценивается рынком в 100 миллиардов рублей и получает 10 миллиардов рублей годовой прибыли, её P/E составляет 10. Иными словами, покупатели готовы платить десять рублей рыночной стоимости за каждый рубль текущей годовой прибыли.

Сам по себе этот коэффициент не позволяет определить, насколько выгодна покупка. Значение P/E, равное 5, может выглядеть привлекательнее показателя 15, но подобное сравнение имеет смысл только после оценки качества прибыли, долговой нагрузки и перспектив развития бизнеса. Компания с низким коэффициентом иногда сталкивается с серьёзными проблемами, из-за которых её будущие доходы могут существенно сократиться. Предприятие с более высокой оценкой, напротив, способно увеличивать прибыль достаточно быстро, чтобы первоначально дорогие акции со временем оказались экономически оправданным вложением.

Рассмотрим условный пример. Первая компания ежегодно зарабатывает 20 миллиардов рублей, а её рыночная стоимость составляет 100 миллиардов. Коэффициент P/E равен 5, что на первый взгляд создаёт впечатление относительно низкой оценки. Однако если из-за ухудшения условий деятельности прибыль в следующем году сократится до 10 миллиардов рублей, при неизменной капитализации коэффициент увеличится до 10. Акции не стали дороже ни на рубль,

но соотношение их стоимости и фактической прибыли изменилось вдвое.

Теперь представим другую компанию, которая также зарабатывает 20 миллиардов рублей, но оценивается рынком в 200 миллиардов. Её первоначальный P/E равен 10, поэтому формально она выглядит вдвое дороже первой. Если через несколько лет прибыль увеличится до 40 миллиардов рублей, а капитализация останется прежней, коэффициент снизится до 5. Таким образом, более высокая первоначальная оценка может быть оправданна ростом бизнеса, хотя для инвестора принципиально важно понимать, насколько реалистичен такой сценарий.

Здесь возникает дополнительная сложность. Увеличение прибыли не обязательно приводит к сопоставимому повышению стоимости акций, поскольку рынок постоянно пересматривает представления о будущем компании. Если предприятие демонстрирует рост финансовых результатов, но инвесторы начинают ожидать последующего замедления, коэффициент P/E может уменьшаться. В результате стоимость бизнеса способна оставаться относительно стабильной даже при заметном увеличении чистой прибыли.

Предположим, акции компании оцениваются в 150 миллиардов рублей при годовой прибыли 10 миллиардов, что соответствует P/E, равному 15. Через два года прибыль увеличивается до 15 миллиардов рублей, однако инвесторы снижают оценку до десятикратной годовой прибыли. Капитали-

зация остаётся на уровне 150 миллиардов, несмотря на увеличение финансового результата на 50%. Для покупателя, рассчитывавшего заработать исключительно благодаря росту прибыли, такой исход может оказаться неожиданным.

Поэтому при использовании мультипликаторов я обращал бы внимание не только на их текущее значение, но и на причины, по которым рынок готов оценивать компанию определённым образом. Высокий коэффициент может отражать устойчивость бизнеса, хорошие перспективы развития и относительно низкие финансовые риски. Но он также способен свидетельствовать о чрезмерном оптимизме покупателей. Отличить одно от другого без анализа будущих денежных потоков практически невозможно.

Особенно осторожно необходимо использовать P/E при оценке предприятий с нестабильной или циклической прибылью. Например, металлургическая компания может получать исключительно высокие доходы в период благоприятной ценовой конъюнктуры. На пике отраслевого цикла её акции иногда выглядят дешёвыми по отношению к текущей прибыли, хотя дальнейшее снижение цен на продукцию способно резко ухудшить финансовые результаты. Поэтому низкий P/E в подобных обстоятельствах может означать, что инвесторы заранее ожидают сокращения прибыли, а не то, что рынок недооценивает бизнес.

Для банковского сектора необходим несколько иной подход, поскольку финансовая структура банка существенно от-

личается от структуры промышленного предприятия. Привлечённые средства клиентов, кредитный портфель, процентные доходы и расходы являются основой его деятельности. Поэтому обычные показатели задолженности, применяемые к производственным компаниям, не позволяют корректно оценивать банковский бизнес. Здесь особое значение приобретают достаточность капитала, качество кредитов, стоимость риска и способность банка получать прибыль на собственный капитал.

Одним из основных инструментов сравнения банков становится коэффициент P/B, который показывает отношение рыночной капитализации к балансовой стоимости собственного капитала. Если банк располагает собственным капиталом в размере 1 триллиона рублей, а его акции оцениваются рынком в 1,2 триллиона, показатель P/B составляет 1,2. Это означает, что инвесторы платят 1 рубль 20 копеек за каждый рубль капитала, отражённого в бухгалтерской отчётности. Однако подобная оценка не говорит сама по себе, насколько эффективно банк использует имеющиеся ресурсы.

Для ответа на этот вопрос необходимо учитывать рентабельность собственного капитала, или ROE. Этот показатель отражает отношение чистой прибыли к среднему собственному капиталу за рассматриваемый период. Например, если банк располагает средним капиталом в размере 1 триллиона рублей и зарабатывает за год 200 миллиардов рублей, его ROE составляет 20%. При прочих равных такой банк спосо-

бен создавать больше прибыли на единицу собственного капитала, чем организация с аналогичным объёмом капитала и рентабельностью 8%.

Именно взаимосвязь P/B и ROE помогает понять, почему акции двух банков могут оцениваться совершенно по-разному. Предположим, первый банк устойчиво зарабатывает 20% на собственный капитал, сохраняет приемлемое качество кредитного портфеля и располагает достаточным запасом капитала. Второй получает рентабельность всего 7%, испытывает повышенное давление расходов и вынужден направлять значительную часть прибыли на укрепление финансового положения. Даже если оба банка имеют одинаковую балансовую стоимость капитала, платить за их акции одинаковую цену было бы экономически необоснованно.

Однако высокая рентабельность капитала тоже требует внимательной проверки. Она может быть результатом действительно эффективной деятельности, но иногда достигается благодаря повышенному финансовому риску или временно благоприятным условиям. Если банк увеличивает прибыль за счёт быстрого расширения кредитования, необходимо оценить качество новых заёмщиков и возможные будущие расходы на создание резервов. Если же высокая рентабельность обеспечивается разовыми доходами, использовать её как устойчивую основу долгосрочной оценки нельзя.

Особенно важно учитывать, что собственный капитал банка представляет собой не свободные денежные средства,

которые акционеры могут немедленно изъять. Он необходим для поддержания деятельности, соблюдения нормативов и покрытия возможных потерь. Поэтому низкий коэффициент P/B не означает, что инвестор приобретает активы по цене ниже их гарантированной ликвидационной стоимости. Реальная экономическая ценность капитала зависит от качества активов, будущей прибыльности и способности банка выполнять свои обязательства.

В качестве реального примера можно рассмотреть Сбербанк, обыкновенные акции которого обращаются на Московской бирже под тикером SBER. Согласно консолидированной финансовой отчётности по международным стандартам, опубликованной 26 февраля 2026 года, чистая прибыль группы за 2025 год составила 1,706 триллиона рублей, увеличившись на 7,9% по сравнению с предыдущим годом. Рентабельность собственного капитала достигла 22,7%, тогда как по итогам 2024 года она составляла 24%. Эти показатели позволяют оценивать банк как крупный прибыльный бизнес, однако сами по себе не дают ответа на вопрос, по какой цене его акции представляют инвестиционный интерес.

Особенно показательно, что рост абсолютной прибыли сопровождался снижением рентабельности капитала. Это не обязательно свидетельствует об ухудшении положения банка, поскольку собственный капитал также может увеличиваться, создавая основу для дальнейшего развития. Однако инвестору необходимо понимать, способен ли банк поддер-

живать высокую эффективность использования капитала в последующие годы. Если прибыль продолжит расти, но рентабельность будет постепенно снижаться, основания для повышения рыночной оценки окажутся менее убедительными, чем при одновременном увеличении обоих показателей.

Для оценки Сбербанка я использовал бы сочетание P/E, P/B и рентабельности капитала, дополняя их анализом достаточности капитала, стоимости риска и дивидендной политики. Один коэффициент не позволяет увидеть всей картины, особенно когда процентные ставки и условия кредитования существенно меняются. Например, высокая текущая прибыль может обеспечиваться благоприятной процентной маржой, которая впоследствии сократится. Поэтому при определении разумной стоимости акций необходимо учитывать не только последний опубликованный результат, но и способность банка воспроизводить сопоставимую прибыль в разных экономических условиях.

Для наглядности предположим, что инвестор оценивает банк, способный устойчиво зарабатывать 1,7 триллиона рублей ежегодно. При коэффициенте P/E, равном 4, расчётная капитализация составит 6,8 триллиона рублей, а при коэффициенте 5 увеличится до 8,5 триллиона. Разница между этими оценками достигает 25%, хотя предполагаемая прибыль остаётся неизменной. Это условный расчёт, а не прогноз стоимости Сбербанка: его задача заключается в том, чтобы показать, насколько сильно инвестиционный резуль-

тат зависит от коэффициента, который рынок готов применять к будущей прибыли.

При этом оценка банка через P/B требует сопоставления рыночной стоимости с капиталом, рассчитанным по той же финансовой отчётности. Если инвесторы платят меньше балансовой стоимости капитала, необходимо выяснить, какие риски или ограничения они учитывают. Если акции оцениваются значительно выше капитала, следует определить, оправдывает ли устойчивость рентабельности такую надбавку. В обоих случаях привлекательность покупки зависит от будущих финансовых результатов, а не от того, насколько низким или высоким выглядит отдельный коэффициент.

Для дальнейшего анализа Сбербанка необходимо учитывать не только величину прибыли, но и качество кредитного портфеля. Согласно данным банка за 2025 год, доля неработающих кредитов составляла 4,9% против 3,7% годом ранее. Одновременно стоимость риска, отражающая расходы на формирование резервов относительно кредитного портфеля, увеличилась с 0,98 до 1,3%. Эти показатели не отменяют высокой прибыльности банка, однако показывают, почему оценка его акций должна учитывать возможные будущие потери по кредитам, а не ограничиваться результатами последнего отчётного периода.

Предположим, что инвестор ожидает постепенного снижения процентных ставок и увеличения кредитной активности. Такой сценарий способен поддержать спрос на

банковские услуги и создать дополнительные возможности для роста бизнеса. Но одновременно необходимо оценить, как изменятся процентная маржа, стоимость привлечённых средств и расходы на резервы. Если увеличение кредитного портфеля сопровождается ухудшением качества заёмщиков, рост выручки от кредитования может не привести к сопоставимому увеличению чистой прибыли.

В случае Сбербанка высокая рентабельность собственного капитала представляет собой важное конкурентное преимущество, но инвестор не должен автоматически переносить достигнутые показатели на все последующие годы. При оценке необходимо учитывать возможное изменение денежно-кредитных условий, конкуренцию, требования к капиталу и потребность в финансировании дальнейшего развития. Именно поэтому разумный диапазон стоимости акций следует рассчитывать при нескольких предположениях относительно будущей прибыли и рентабельности, а не на основании единственного благоприятного прогноза.

Для сравнения рассмотрим нефинансовую компанию, деятельность которой зависит от совершенно иных экономических факторов. ПАО «ЛУКОЙЛ», обыкновенные акции которого обращаются на Московской бирже под тикером LKOH, представляет интерес как пример крупного нефтяного бизнеса с существенной зависимостью финансовых результатов от цен на сырьё, валютного курса, условий международной торговли и капитальных вложений. В отличие от

банка, для такого предприятия особое значение имеют операционная прибыль, денежные потоки, стоимость производственных активов и объём средств, необходимых для поддержания добычи и переработки.

Согласно консолидированной отчётности ЛУКОЙЛа по международным стандартам, опубликованной 20 марта 2026 года, выручка от продолжающейся деятельности за 2025 год составила около 3,77 триллиона рублей против 4,42 триллиона годом ранее. Операционная прибыль сократилась приблизительно с 1,06 триллиона до 527 миллиардов рублей. При этом консолидированный финансовый результат включал крупные потери, связанные с прекращённой деятельностью и списанием отдельных зарубежных активов, вследствие чего группа отразила чистый убыток около 1,06 триллиона рублей.

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.