

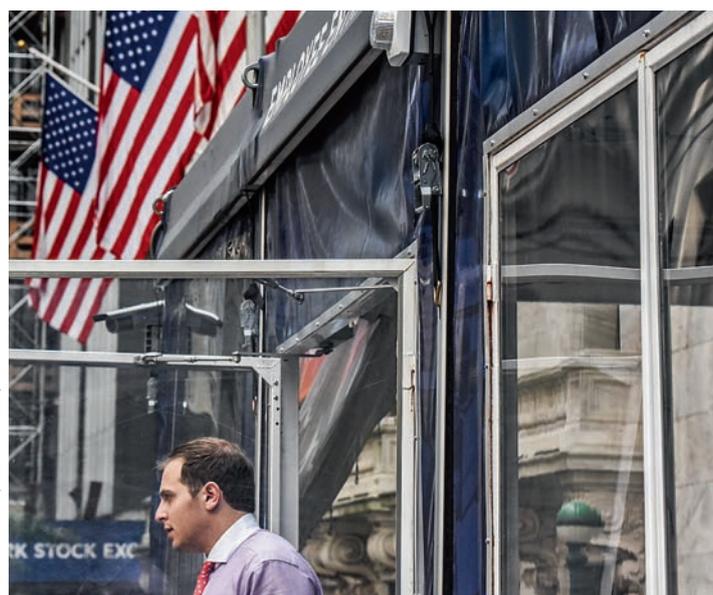
НЕМНОГО ТЕОРИИ

Чеширский Кот: «Понимать меня необязательно. Обязательно любить и кормить вовремя».
ЛЮИС КЭРРОЛЛ. «АЛИСА В СТРАНЕ ЧУДЕС»

Акционерное общество — это коммерческая компания, уставный капитал которой разделен на определенное число акций (долей), удостоверяющих права владельцев акций (акционеров) на получение части прибыли акционерного общества в виде дивидендов и на участие в управлении компанией. Если умножить количество акций компании на их текущую биржевую цену, то получится **рыночная капитализация (market capitalization)** этой компании. Корпорация Apple, например, стала в 2018 году первой в мире компанией с рыночной капитализацией в \$1 трлн.

Но сама по себе рыночная капитализация может не отражать текущего состояния компании, поскольку является лишь функцией биржевых котировок ее акций, что, в свою очередь, определяется спросом покупателей и предложением продавцов, биржевой активностью спекулянтов, весом в индексе и пр., и опирается как на текущие показатели деятельности, так и на прогнозные оценки будущего, которое может оказаться вовсе не таким, как представляется аналитикам. Прекрасный пример — многолетний рост капитализации постоянно убыточной Tesla.

Акционеры не отвечают по обязательствам акционерного общества и несут риск убытков, связанных с деятельностью компании, лишь в пределах стоимости принадлежащих им акций. Но... важно помнить, что долговые обязательства компании все же влияют на котировки акций и будущую прибыль акционеров, поэтому к финансовым показателям деятельности компании нужно относиться очень внимательно. Прежде чем что-то купить, необходимо понять, во что именно вы собираетесь вложить свои средства. Самой популярной методикой оценки считается **метод дисконтированных денежных потоков (Discounted Cash Flow — DCF)**, основанный на прогнозировании ожидаемых денежных потоков и вероятностей прибыли и пересчете этих потоков к настоящему времени с помощью ставки дисконтирования. Если честно, то это сложная задача даже для профессионалов, и им для расчета нормы дохода приходится использовать дополнительные модели, такие как CAPM, ROA, ROE, модель Гордона и пр. Существуют еще методы инвестиционного анализа, оценки прибыльности и норм доходностей, но любая оценка всегда будет иметь вероятностный характер и на практике далеко не всегда оказывается верной. Чтобы упростить задачу, инвесторы рассчитывают эффективность бизнеса исходя **из стоимости компании — Enterprise Value (EV)**, которая включает в себя не только ка-



STEPHANIE KEITH / GETTY IMAGES / AFP

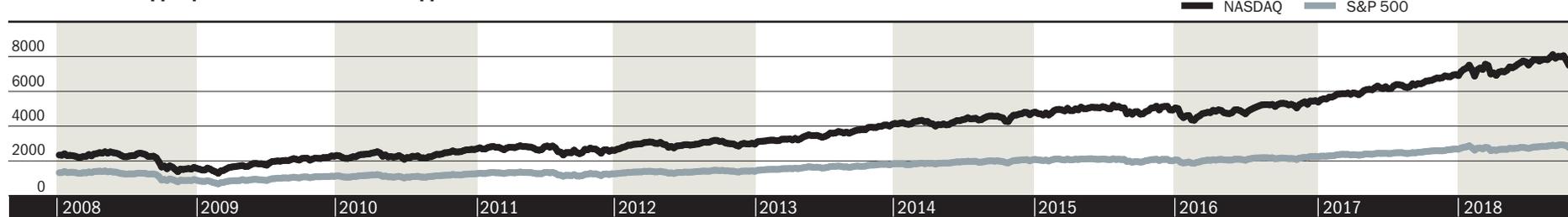
питализацию, но и чистый долг компании. Для того чтобы оценить, за сколько лет окупятся инвестиции, берут, например, показатель **EV/EBITDA**, где **EBITDA** — это прибыль до уплаты налогов, процентов и амортизации, то есть сколько денег генерирует бизнес компании, если не платить по обязательствам государству и кредиторам.

Чтобы как-то сравнить доходность акций и облигаций, а сами компании одного сектора друг с другом, принято соотносить дивиденды или прибыль на акцию со стоимостью этой акции (в рублях, долларах и т. д.). Так появился классический показатель **прибыли на акцию к стоимости акции — P/E (price-**

to-earning ratio). В первом приближении это соотношение соответствует количеству лет, за которые дивидендные выплаты вернут инвестору первоначально вложенные в акцию деньги. В классическом анализе считается, что акции компаний оценены по справедливой стоимости, если соотношение P/E находится в диапазоне 12–14. Если, например, соотношение 3, как у акций «Газпрома», то компания недооценена по сравнению с конкурентами и обладает потенциалом роста, но далеко не факт, что этот потенциал реализуется на выбранном горизонте инвестирования. Кто-то с этим знаком, а тем читателям, кто пробежал взглядом

предыдущие абзацы по диагонали, скажу, что они немного потеряли, потому что сейчас эти показатели уже мало кого волнуют. Особенно на самых главных мировых площадках в Нью-Йорке, Чикаго и Лондоне. Когда рынки растут не первый год, единственное, что для покупателей акций имеет значение, — это **совокупный годовой темп роста (Compound Annual Growth Rate — CAGR)**, который дают акции. CAGR для акционеров состоит из трех компонентов, главным из которых является прибыль от роста бизнеса, далее идет положительная рыночная переоценка стоимости и, наконец, доход от дивидендов. Если бизнес растет быстро, то у компании все хорошо и нужно покупать ее акции. Если наступило даже небольшое торможение роста — бегом продавать. Дневное 20-процентное падение акций Facebook в июле 2018 года произошло как раз потому, что реальный финансовый результат компании оказался ниже прогнозного CAGR, хотя Facebook отчитался за второй квартал 2018 года о прибыли в \$5,1 млрд и выручке в \$13,2 млрд. Модель CAGR более очевидна, а значит, и более популярна у инвесторов, но более упрощенная в сравнении с комплексными моделями инвестиционных оценок и... опасна для будущих инвестиций. И держатели американских акций смогли убедиться в этом и летом, и в октябре 2018 года.

КАК РОСЛИ ВЕДУЩИЕ АМЕРИКАНСКИЕ ИНДЕКСЫ



тов, инвесторов, инвестиционных банков обсуждают возможность будущего кризиса и приводят в пример ситуацию 1997–1998 годов и кризис десятилетней давности.

Ужесточение монетарной политики ФРС делает дороже фондирование для американских компаний, что может негативно сказаться на их бизнесе и будущих прибылях.

Средняя дивидендная доходность акций в индексах Dow Jones и S&P 500 оказалась в этом году на уровне 1,99%, что заметно ниже, чем текущая доходность в 2,66% по годовым казначейским векселям и нотам Минфина США. В конце 2018 года безрисковая ставка американских госбумаг вплотную приблизится к 3%. Это означает, что у консервативных инвесторов появляется реальная альтернатива акциям. Остальные ин-

весторы начинают понимать, что в следующем году совокупный годовой темп роста (CAGR) и рост бизнеса компаний окажутся ниже текущих значений, поскольку ухудшаются условия как на внешних рынках, так и на внутренних, а это значит, что существующие уровни котировок акций должны быть существенно скорректированы вниз.

Очевидно, что, если в 2019 году торговые войны продолжатся, а ФРС США и дальше будет поднимать уровень учетной ставки, причин продолжать инвестировать в акции станет намного меньше. Гораздо интереснее будет играть на их понижение, открывая короткие позиции или просто выходя на время из акций в расчете купить через некоторое время их дешевле. Ситуацию могут усугубить индексные фонды, аккумулиро-

вавшие до недавнего времени колоссальные средства розничных инвесторов. Падение индексов порождает сильные эмоции и вынуждает людей забирать деньги из фондов. Паи погашаются, а фонды вынуждены продавать акции «в рынок», закрыв глаза и на уровни котировок, и на фундаментальные показатели компаний и рынка в целом. И чем больше людей будет забирать свои деньги из фондов, тем мощнее будет идти самоиндуцируемый процесс распродажи на фондовом рынке.

Российские издержки и противовесы

«В России надо жить долго, тогда что-нибудь получится».
КОРНЕЙ ЧУКОВСКИЙ

Что будет с российским фондовым рынком, дога-

даться несложно. Отсутствие достаточного числа внутренних инвесторов, способных поддержать российский фондовый рынок, ставит его в зависимость от внешних факторов, поскольку на иностранных игроков сейчас приходится до 70% объемов торгов акциями и депозитарными расписками российских компаний (ADR/GDR).

Динамика российских индексов будет определяться движением на зарубежных площадках, котировками сырьевых товаров и санкционной риторикой Запада. Острее всего на внешние новости будут реагировать котировки акций компаний с наибольшим весом в индексе MSCI, по-