

Содержание

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

Благодарности

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

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

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

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

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

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

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

Введение

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Кровавая бойня

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

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

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

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



Рис. 0.1. График цены акций компании Corning

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

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

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

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

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

Пузыри

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Глава 1

Гуру

Кто продолжает учиться, будет расти на протяжении всей жизни.

ЧАРЛЬЗ МАНГЕР¹

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

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

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

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

Питер Линч

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

«Прибыль, прибыль и еще раз прибыль»

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

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

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

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

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

Линч выделяет шесть категорий компаний:

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

А. Компании без долговых обязательств

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Окончание таблицы

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

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

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

В. Компании с низким покрытием процентных платежей

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

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

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

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

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

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

Г. Компании, неспособные обслуживать свой долг

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

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

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

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

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

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

«Инвестируйте в бизнес, которым может управлять любой идиот»

Или полная цитата:

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Уоррен Баффетт

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

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

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

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

Таким образом, возникают два вопроса:

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