

VTimes

13.05.2021

Как зарабатывать на рынке акций в новых условиях

Инвесторам стоит смотреть не на мультипликаторы, а на способность создавать акционерную стоимость



Максим Ачкасов

руководитель департамента инвестиций международного инвестиционного фонда Technology of the Future

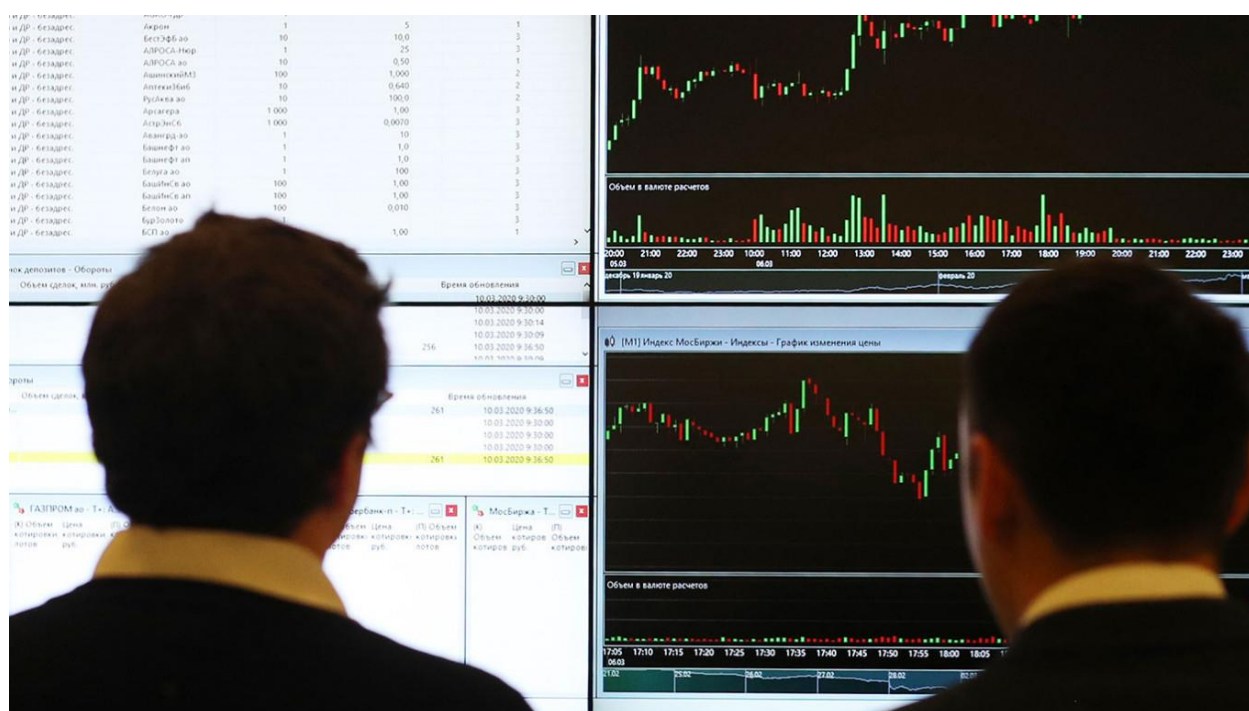


Фото: Михаил Терещенко / ТАСС

Рынки акций за последний год продемонстрировали впечатляющий рост благодаря частичному восстановлению экономики после первой волны пандемии и монетарному стимулированию. Но «деревья не растут до небес», и в ближайший год-два на фондовых рынках может грянуть гром, который отбросит многие «горячие» акции вниз. Профессионалы уже готовятся сокращать долю акций в портфелях. Но из чего формировать оставшийся портфель акций так, чтобы в тяжелый период, да и в дальнейшем обыгрывать фондовые индексы?

Как долго продлится вечеринка

Рынки акций показали рекордный рост в истории мировой финансовой системы: с минимумов марта прошлого года индекс MSCI World вырос на 80% (с 24 марта 2020 г. по 28 апреля 2021 г.). Акции многих хороших компаний торгуются с большой премией к справедливой стоимости. Рыночные индикаторы говорят об избыточном оптимизме инвесторов, а то и об эйфории. Индикатор настроения инвесторов Citibank (Panic/Euphoria Model) в I квартале 2021 г. превысил рекордный уровень 2000 г.

Между тем над рынками акций сгущаются тучи — уже в этом году может произойти серьезная коррекция. Ее могут спровоцировать:

- **Рост доходности американских 10-летних казначейских облигаций** в первом полугодии 2021 г. может достичь 100 базисных пунктов (с 1% годовых в конце 2020 г. до 2–2,25% летом 2021 г.). В прошлом такой рост доходности гособлигаций США сопровождался 10%-ной коррекцией рынка акций, но с лагом в 2–3 месяца.
- **Ускорение инфляции.** В апреле Банк России второй месяц подряд повысил ключевую ставку — сразу на 50 б. п. до 5%. «Инфляционные ожидания очень высокие, и они продолжают расти», — [объяснила](#) первый зампред ЦБ Ксения Юдаева. В США в апреле потребительские цены выросли на 0,8% (ожидалось 0,2%) — это самый большой месячный скачок инфляции за последние 12 лет. Инфляция год к году поднялась до 4,2%. ФРС США впервые за долгое время признала наличие рисков роста инфляции выше своего прогноза.
- **Сигналы о возможном завершении программ скупки активов центробанками.** Как только они поступят, рынки отреагируют очень жестко, как в 2018 г. Тогда на фоне четырехкратного повышения ставки ФРС основные фондовые индексы упали на 10–20%, валюты развивающихся стран подешевели к доллару в среднем на 10,6%.

Куда рулить

Даже понимая все это, большинство профессиональных инвесторов не могут полностью выйти из акций, следуя своим инвестиционным декларациям. Они могут лишь сократить долю акций в структуре активов, например с 50–60% до 20–30%, увеличив долю cash и альтернативных инвестиций, а также позиционировать портфель с учетом роста рисков и волатильности, сделать его более защищенным.

Одна из основных задач инвесторов в текущих условиях — создание адекватного стратегического портфеля акций, который позволит благополучно пережить вероятную большую коррекцию и будет обыгрывать рынок в ближайшие 5–10 лет.

Вот несколько рекомендаций, как этого добиться.

Сконцентрироваться на качественных компаниях, которые создают акционерную стоимость

Речь идет о компаниях-компаундерах (compounders) — эмитентах с устойчивой бизнес-моделью и стабильной ежегодной прибылью, которая постоянно реинвестируется, обеспечивая рост акционерной стоимости.

Еще в 1961 г. Мертон Миллер и Франко Модилиани пришли к выводу, что создание акционерной стоимости основано на возможности компании находить собственные проекты, *доходность от инвестиций в которые* (то есть рентабельность инвестиционного капитала — Return On Invested Capital, ROIC) будет выше *собственной стоимости капитала компании* (средневзвешенная стоимость капитала — Weighted Average Cost Of Capital, WACC). Именно это позволяет компаниям генерировать свободный денежный поток (к слову, любимый индикатор качества компании для Уоррена Баффетта). Именно тогда создается акционерная стоимость, растет бизнес и, соответственно, акции компании. Магия сложного процента приводит к росту акционерной стоимости и, соответственно, к впечатляющему росту акций.

Когда ROIC и WACC равны, компания фактически не растет. Когда первый меньше второго, происходит разрушение акционерной стоимости, а в итоге — падение акций.

Отличный пример — швейцарская компания Nestlé, крупнейший производитель продуктов питания и напитков. За всю свою историю, начиная с 1886 г., компания лишь раз была убыточной, успешно пройдя через две мировые войны и Великую депрессию. Устойчивый спрос на продукты компании в сочетании с постоянными инновациями и созданием новых продуктов позволял компании генерировать устойчивую, стабильную прибыль, «зарабатывать копейку, но каждый день». Nestlé генерировала устойчивый свободный денежный поток и радовала несколько поколений инвесторов ростом акционерной стоимости и стабильным ростом акций. В Европе много случаев, когда акции Nestlé передавались по наследству.

Не бояться платить премию за качество

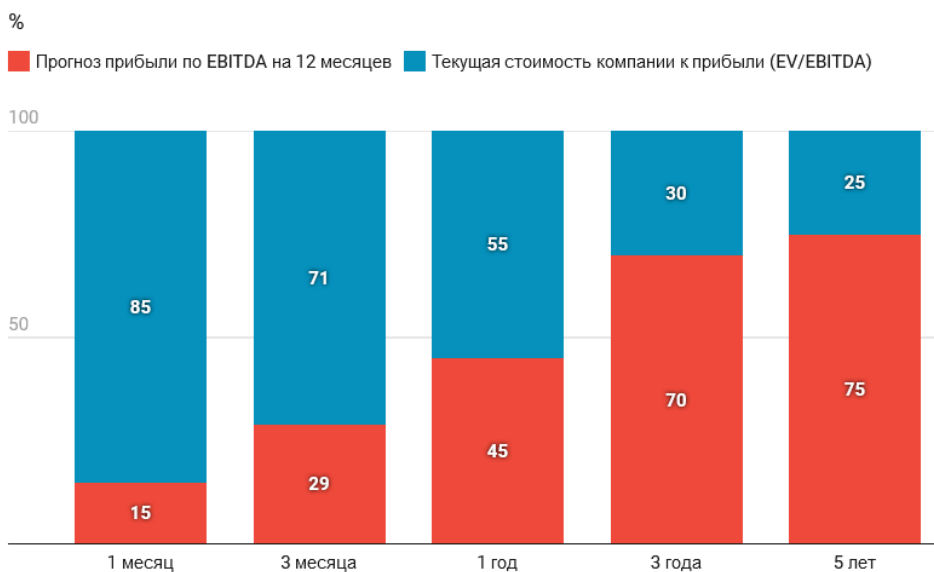
Качественные компании, которые годами демонстрируют устойчивую прибыль, в большинстве случаев торгуются с премией к своей «справедливой стоимости». Иными словами, P/E и EV/EBITDA у них выше средних.

Что ж, качество всегда стоит дорого. Текущие мультипликаторы не столь важны, если инвестиционный анализ позволяет прогнозировать устойчивую, стабильную прибыль компании в долгосрочной перспективе (5–10 лет). Мы готовы платить разумную премию за качество. Например, акции Alphabet (Google) в последние 11 лет торговались с высокими мультипликаторами текущего года и при классическом анализе казались переоцененными. Но при этом компания стабильно генерировала прибыль и реинвестировала ее в развитие бизнеса, став крупнейшим инкубатором интернет-технологий. С 2009 по апрель 2021 г. ее акции выросли в 14 раз.

Инвесторы при оценке часто упускают два важных момента:

- **Акции действительно хороших компаний, которые сегодня стоят дорого, всегда будут стоить дорого — рынок платит премию за рост.** Если среднее значение мультипликатора P/E за пять лет равно 30x, акция компании будет расти в цене каждый год, достигая мультипликатора P/E в 30x, при условии что компания сохраняет темпы роста прибыли в 15–20%.
- **Рост мультипликатора.** У хороших компаний с устойчивой прибылью мультипликатор часто растет. Предположим, что у компании P/E текущего года составляет 20x. Если компания продемонстрирует средние темпы роста прибыли в течение пяти лет выше 20%, значение мультипликатора может вырасти до 30x — акции компании продемонстрируют впечатляющий рост как за счет эффекта сложного процента (когда компания реинвестирует прибыль в развитие бизнеса), так и за счет роста мультипликатора. Именно это случилось с «Магнитом». В первые годы после листинга на бирже в 2006 г. P/E не превышал 25x. Со временем, когда компания продемонстрировала устойчивый рост прибыли выше 30% в течение нескольких лет, мультипликатор P/E превышал 40x (начиная с конца 2009 г.). За семь лет, с 2008 по 2015 г., цена акции «Магнита» выросла более чем в 40 раз: с 300 руб. в конце 2008 г. до 12 400 руб. в 2015 г.

Влияние цены покупки актива и прогноза прибыли на результаты инвестиции



Источник: Goldman Sachs • Создано с помощью [Datawrapper](#)

Аналитики Goldman Sachs несколько лет назад показали, что выбор момента покупки акции оказывает существенное влияние на результат краткосрочных инвестиций (до 6 месяцев), но почти не играет роли при долгосрочных вложениях (от 5 лет). Для успеха долгосрочной инвестиции важнее всего прогнозирование долгосрочной прибыли (на 12 месяцев вперед), а роль цены входа не так велика. Хотя сильно переоцененных компаний, конечно, нужно избегать.

Увеличить инвестиционный горизонт

Инвесторы часто недооценивают важность фактора времени. Позитивные изменения в бизнесе компании происходят постепенно. Чем длиннее инвестиционный горизонт, тем выше вероятность того, что руководство компании сможет реализовать поставленные цели и, соответственно, тем больше вероятность роста ее акций. При инвестициях с длинным временным горизонтом (5–10 лет) концентрация на качественных компаниях и понимание всех факторов, влияющих на их бизнес, позволяет зарабатывать доход, существенно превышающий доходности основных индексов.

В сегодняшнем мире модного финтеха целью большинства инвесторов является получение прибыли в краткосрочной перспективе, при этом фундаментальные изменения в бизнесе компаний не принимаются во внимание. Горизонт подавляющего большинства инвесторов менее года. Однако, используя тактику, ориентированную на краткосрочный результат, лишь единицам удастся зарабатывать стабильную прибыль в течение многих лет. Поэтому, чтобы показать доходность, превышающую основные индексы в долгосрочной перспективе, инвесторам нужно выбраться из ловушки краткосрочных спекуляций.

Хороший пример — акции Сбербанка. В результате успешной реструктуризации, а также цифровизации бизнес-процессов прибыль банка в течение 2009–2019 гг. росла в среднем на 36% (в рублях). Благодаря этому цена акций выросла в 18 раз (с 15 до 280 руб.). Но далеко не все держали акции в портфелях все это время.

Антикризисное средство

Итак, высококачественные компании могут себе позволить реинвестировать прибыль в развитие и тем самым опережать конкурентов. Так сильные компании становятся сильнее даже в сложное время. Торгуясь с высокими мультипликаторами, акции таких компаний часто игнорируются спекулянтами с коротким горизонтом, тем самым создавая уникальные возможности для терпеливых долгосрочных инвесторов. К тому же акции compounders снижают риски портфеля: обычно амплитуда колебаний их курса меньше, чем основных индексов, а после падений рынков они восстанавливаются в числе первых.

Портфель, составленный из акций компаний-компаундеров, позволяет инвесторам успешно пройти через любой кризис, многолетний медвежий рынок и может лежать в основе формирования личного капитала в долгосрочной перспективе.