

Специфика оценки инвестиционной привлекательности акций публичной компании инвесторами

The Specifics of Assessing the Investment Attractiveness of Shares of a Public Company by Investors

УДК 336.225.673

DOI: 10.12737/1998-0701-2022-8-9-16-24

Е.Н. Грибина, канд. экон. наук, чл.-корр. РАН, доцент кафедры государственного управления и публичной политики Института общественных наук ФГБОУ ВО «Академия народного хозяйства и государственной службы при Президенте РФ»

e-mail: gribina-en@raepa.ru

Е.О. Савченко, канд. полит. наук, доцент кафедры экономики и менеджмента Смоленского филиала Финансового университета при Правительстве РФ

e-mail: Savchenko_eugene@mail.ru

Аннотация. Статья посвящена особенностям оценки инвестиционной привлекательности компаний со стороны частных инвесторов на примере достаточно популярной среди инвесторов (более 50% акций компании находятся в свободном обращении) французской транснациональной компании LVMH. В работе применен подход Бенджамина Грэхэма, основанный на фундаментальном анализе, при этом в ходе расчетов было установлено, что есть некоторые ограничения на его использование, что потребовало определенной модификации и введения ряда новых показателей.

Ключевые слова: оценка инвестиционной привлекательности акций, финансовый анализ, фундаментальный анализ, инвестиционный анализ, Бенджамин Грэхэм.

Abstract. The article is devoted to the peculiarities of assessing the investment attractiveness of companies by private investors on the example of a fairly popular among investors (more than 50% of the company's shares are in free float) French transnational company LVMH. The work uses the approach of Benjamin Graham, based on fundamental analysis, while during the calculations it was found that there are some restrictions on its use, which required some modification and the introduction of a number of new indicators.

Keywords: assessment of the investment attractiveness of shares, financial analysis, fundamental analysis, investment analysis, Benjamin Graham.

Чем вызвана необходимость поиска новых подходов к оценке инвестиционной привлекательности акций публичных компаний

В период 2020–2021 гг. наблюдался активный рост мировых финансовых рынков в целом и рынков акций в частности, а также бурный рост котировок акций целого ряда компаний, несмотря на негативное влияние коронавируса на глобальную и национальные экономики. И хотя примерно с марта 2022 г. на мировых рынках акций имело место определенное падение, многие эксперты и аналитики отмечают сохранение потенциала роста

акций ряда компаний (например, Exxon, British Petroleum и др.).

Сложившаяся ситуация, вызванная, в частности, приходом новых и, как правило, малоопытных розничных инвесторов (прежде всего, благодаря получению антикризисной помощи от федерального правительства США в связи с пандемией коронавируса) обуславливает актуальность изучения методов оценки инвестиционной привлекательности акций публичных компаний, поскольку в силу незначительного опыта или его отсутствия такого рода инвесторам достаточно сложно быстро провести оценку инвестиционной при-



влекательности акций той или иной компании. Соответственно, возникает необходимость определения и использования методологии оценки инвестиционной привлекательности акций, что связано с тем, что розничные инвесторы, как правило, не готовы тратить значительное время на изучение особенностей рынка акций и конкретной компании, поскольку это не является для них основным видом деятельности.

С начала пандемии коронавируса доля таких инвесторов существенно выросла. По данным Bloomberg Intelligence, по состоянию на начало 2021 г., этот показатель в разрезе объемов торгов на рынке акций США вырос до 22% что является историческим рекордом [15]. Это можно объяснить тем, что доходность по акциям является более высокой по сравнению с другими простыми финансово-инвестиционными инструментами (например, облигациями) из-за более высоких рисков.

Собственно фактор активности розничных инвесторов и объясняет имевший место рост мировых фондовых индексов до рекордных уровней. При этом согласно данным исследования банка Deutsche Bank, в 2020 г. почти половина инвесторов рынка акций США были новичками, т.е. не имели какого-либо опыта инвестирования (у них, скорее всего, не было какой-либо системы отбора и оценки акций для целей инвестирования), что и обусловило высокие убытки [15].

Отражением роста роли частных инвесторов на мировых рынках акций стал запуск в ноябре 2021 г. биржей Nasdaq специального индекса, показывающего отношение объемов торгов акции конкретной компании к общему объему сделок частных инвесторов за день, который является трекером торговой активности самостоятельных частных инвесторов на фондовом рынке США.

При этом западные исследовательские и аналитические структуры косвенным образом указывают, что рядовые частные инвесторы испытывают трудности с квалифицированной оценкой инвестиционной привлекательности акций публичных компаний. Это актуализирует не только проблему повышения финансовой грамотности таких инвесторов, но и разработку соответствующего инструментария, позволяющего им относительно

быстро и с достаточно минимальными временными и иными затратами провести эффективную оценку инвестиционной привлекательности акций той или иной публичной компании.

Это также указывает на необходимость не только формирования соответствующей базы основных знаний и навыков (например, понимания того, что такая прибыль и как ее рассчитать на основании данных финансовой отчетности), но и ее поддержания и развития. Последнее обуславливает важность постоянного и регулярного погружения в тему — в частности, за счет чтения различного рода статей и аналитических материалов (список которых определяется инвестором самостоятельно и корректируется по мере получения новых знаний и навыков).

Несмотря на широкие возможности в этом плане, связанные с практически мгновенным распространением информации благодаря Интернету, а также возможностью торговли на рынке акций не только в любое время, но и из любой точки мира, где есть устойчивое и даже невысокоскоростное интернет-соединение, сегодня к особенностям принятия решений в данной сфере можно отнести следующие:

- высокий уровень информационного шума и искажения информационного поля в силу заинтересованности различных агентов. Это связано с чрезмерным количеством источников и объемов информации (что ставит вопрос о необходимости составления шорт-листа и лонг-листа надежных и релевантных источников информации, состав которых должен регулярно пересматриваться в силу возможного снижения (утраты) релевантности того или иного источника; при этом инвестор самостоятельно определяет периодичность регулярного пересмотра источников — например, ежеквартально, раз в полгода или в год);

- платный доступ к информации (как правило, для чтения или просмотра финансово-экономических статей и материалов требуется платная подписка, что означает дополнительные расходы для рядового частного инвестора; при этом бесплатные альтернативы могут быть хуже с точки зрения функционала);

- недостаток или труднодоступность данных (информации) (при проведении более высокоуровневого анализа требуемая инфор-

мация или показатели могут быть недоступны, что обуславливает необходимость использования простых и понятных индикаторов для расчетов и интерпретации). Несмотря на широкое распространение норм и правил, обязывающих компании раскрывать свои показатели, чтобы выглядеть привлекательными в глазах инвесторов, они могут использовать различного рода скорректированные показатели, которые могут не отражать всего положения дел. В частности, применительно к западным компаниям А. Дамодаран отмечает, что в показатель скорректированной прибыли (adjusted earnings) может быть включена выплата сотрудникам компании в виде акций (stock-based employee compensation), что приводит к увеличению указанного показателя и, как следствие,искажению картины финансового состояния компании — при том, что такую компенсацию следует рассматривать как расходы [5];

- ненадежность прогнозов в связи с быстро меняющейся ситуацией (так, возникновение «омикрон»-штамма коронавируса и конфликт на Украине привели к пересмотру в сторону снижения прогнозов по росту как мировой экономики, так и отдельных стран, а также к падению фондовых индексов. Так, при первом подтвержденном случае «омикрон»-штамма коронавируса в США основные мировые фондовые индексы закрылись в среду 1 декабря 2021 г. падением в более чем 1% [17]. На новости о начале специальной военной операции России на Украине также наблюдалось снижение котировок акций и индексов акций на мировых рынках, однако оно было достаточно быстро отыграно. По состоянию на лето 2022 г. все основные западные экономические структуры, включая МВФ и Всемирный банк, снизили прогнозы по росту мировой экономики и отдельных стран по сравнению с предшествующими версиями. Следует ожидать дальнейшего снижения такого рода прогнозов, что может быть одним из факторов, негативно влияющим на перспективы рынков акций.

Методы оценки инвестиционной привлекательности акций публичных компаний

Теоретическая и практическая значимость работы связана с необходимостью определения простой системы оценки инвестиционной привлекательности акций компании для

помощи рядовым частным инвесторам, составляющим свой портфель из различных финансовых инструментов, таких как акции, облигации, драгоценные металлы, денежные средства и др. Такие инвесторы хотя и используют различного рода показатели и коэффициенты для оценки активов, но не всегда они носят системный характер в связи с тем, что у инвесторов может не быть базового финансового и экономического образования, что может отрицательно сказываться на динамике инвестиционного портфеля.

Пионером изучения данной проблематики следует назвать Б. Грэхэма, еще в 1934 г. опубликовавшего работу «Анализ ценных бумаг», а в 1949 г. — «Разумный инвестор», которые в целом продолжают сохранять актуальность и в текущих условиях. На основе его работ многие другие авторы и инвесторы формируют свои критерии отбора акций и оценки их инвестиционной привлекательности, что обуславливает формулирование гипотезы о том, что рядовому частному инвестору для определения уровня инвестиционной привлекательности компании достаточно провести расчет показателей по критериям Б. Грэхэма. Акцент на его подходе и критериях можно объяснить простотой их использования и расчетов.

Затем следует указать на Г. Марковица, который в 1952 г. опубликовал работу «Выбор портфеля» (Portfolio Selection), в рамках которой с помощью аппарата математического анализа были рассмотрены вопросы формирования и анализа инвестиционного портфеля, а также показано, что характеристики портфеля могут отличаться от характеристик входящих в него активов и что объединение активов в портфель придает ему новые качества [13].

Более подробно указанная тема была раскрыта в его же работе 1959 г. «Выбор портфеля: эффективная диверсификация инвестиций» (Portfolio Selection: Efficient Diversification) [14]. Фактически Г. Марковиц свел выбор инвестиционного портфеля до анализа двух измерений (ожидаемой доходности и степени риска) и нахождения между ними оптимального соотношения. Однако следует отметить, что, например, в ходе мирового финансового кризиса 2008 г. наблюдался так называемый «эффект декаплинга» (decoupling effect) [19]. Он проявляется в одновременном росте или падении всех классов



активов — при том, что обычно рынки акций и облигаций демонстрируют противоположную динамику. Такой эффект не позволяет достичь цели диверсификации (снижения риска и повышения доходности инвестиционного портфеля), в рамках которой инвестор вкладывает средства в различные активы (акции, облигации, драгметаллы и т. д.), страхуясь от их падения.

Позднее, в 1963 г., вышла статья У. Шарпа «Упрощенная модель анализа портфельных инвестиций» (A Simplified Model for Portfolio Analysis), а в 1970 г. — книга «Портфельная теория и рынка капитала» (Portfolio Theory and Capital Markets) [20, 21].

Именно работы Б. Грэхэма, Г. Марковица и У. Шарпа заложили основы оценки инвестиционной привлекательности акций, а последователи дальше развивали их разработки, проводя адаптацию к современным реалиям.

На настоящий момент опубликовано значительное количество книг, статей, аналитических и иных материалов по оценке инвестиционной привлекательности ценных бумаг, которая, как правило, рассматривается в совокупности с иными сопутствующими вопросами (диверсификация активов, моделирование дисконтированных, т.е. приведенных к единому времени, денежных потоков и т.д.). На данную тему писали, в частности, У. Баффет, Дж. Роджерс, А. Дамодаран и др. [4, 16, 18].

Материалы по данной проблематике, доступные и для рядовых частных инвесторов, регулярно публикуются (как правило, на платной основе) в изданиях типа Financial Times, The Times, The Telegraph (рубрика Questor) и т.д. Также следует отметить различного рода аналитические бюллетени или брокерские отчеты инвестиционных банков типа Goldman Sachs, многие из которых есть в свободном доступе. Однако следует учитывать, что некоторые из них могут предоставлять информацию в искаженном виде, преследуя свои или сторонние интересы (их цель может заключаться, например, в том, чтобы убедить инвесторов купить акции той или иной компании).

К наиболее авторитетным международным деловым изданиям можно отнести:

- Financial Times;
- Bloomberg;
- Wall Street Journal;
- The Economist и др.

Среди зарубежных изданий, специализирующихся на финансово-инвестиционной тематике, можно указать следующие: Institutional Investor Magazine, Investment Adviser, Investors Chronicle, Dow Jones Investment Advisor, Global Investor, и т.д. В последние годы активное развитие получили такие сайты и сервисы, как finviz.com, investing.com, Google.Finance, Yahoo.Finance и др. Отдельно следует отметить такие обучающие сайты, как Investopedia.com, которые помогают неспециалистам быстро понять основы ключевых финансовых концепций и понятий, а также прояснить вопросы, относящиеся к финансам и инвестированию, однако следует отметить и недостатки Investopedia.com, связанные с возможными неточностями (что может потребовать дополнительной проверки информации). В силу роста конкуренции такие брокеры, как Fidelity Investments, TD Ameritrade, Charles Schwab, Robinhood и др. начали активно развивать онлайн-направление и предоставлять помимо прочего собственные сервисы по оценке инвестиционной привлекательности финансовых инструментов, включая и акции.

В связи с ростом распространения сети Интернет все большую популярность набирают специализированные сайты и форумы, посвященные вопросам и особенностям инвестирования, а также социальные сети: ft.com, bloomberg.com, reuters.com, fool.com, finance.yahoo.com, stockpickr.com, seekingalpha.com, investments.co.uk, yourmoney.com, finviz.com, Reddit и др., при этом в рамках оценки инвестиционной привлекательности внимание обращается в первую очередь на различные показатели и коэффициенты.

Среди рассмотренных авторами работ можно выделить статью М. Блоха [2], в которой была предложена восьмифакторная модель отбора акций компаний США для инвестиционного портфеля, а выдвинутая формула расчета общей доходности акций включает следующие фундаментальные переменные (fundamental variables):

- 1) EP (earnings-to-price);
- 2) BP (book-to-value price);
- 3) CP (cashflow to price);
- 4) SP (sales-to-price ratio);
- 5) REP (current EP ratio/average EP ratio over the past five years);

- 6) RBP (current BP ratio/average BP ratio over the past five years);
- 7) RCP (current CP ratio/average CP ratio over the past five years);
- 8) RSP (current SP ratio/average SP ratio over the past five years);
- 9) $e = \text{randomly distributed error term}$.

При этом сам М. Блок отмечает, что к ограничениям использования данной модели относится ретроспективный характер данных (прогнозные расчеты носят вероятностный характер и зависят от допущений аналитиков), определенное запаздывание публикации отчетности, а также необходимость (в отношении некоторых компаний) проводить анализ с ретроспективой не менее 5 лет. Также следует отметить, что не все компоненты могут быть доступны для расчета рядовым частным инвесторам.

Ж. Жерар с коллегами дополнili указанную модель, включив в нее переменные прогнозируемого ускорения прибыли (forecasted earnings acceleration) и ценового момента (price momentum) [8, 9]. Следует отметить, что такого рода расчеты являются достаточно сложными для рядового частного инвестора, поскольку требуют значительных затрат (прежде всего, временных). Это побуждает обратиться к более простому подходу Б. Грэхэма для оценки акций компаний. Так, его придерживались У. Баффет, Дж. Роджерс, адаптируя его, используя различные финансовые коэффициенты.

К числу написанных в последнее время на Западе работ по данной теме можно отнести следующие.

Так, М. Лайл и Т. Йон рассматривают особенности формирования оптимизированного инвестиционного портфеля на основе фундаментального анализа [12].

В работе М. Каустии и В. Ранталы представлен метод определения компаний-аналогов для оценки инвестиционной привлекательности компаний того или иного сектора [11].

В 2020 г. Ж. Жерар и др. за счет применения методов регрессии представили собственные модели отбора акций для инвестирования и формирования оптимального портфеля, показывающего динамику лучше мировых бенчмарков (global benchmark) [7]. Следует отметить, что использование регрессии у рядового частного инвестора может вызвать определенные трудности, поскольку требует наличия и знания опре-

деленного математического и статистического аппарата, а также умений применять его.

А. Бортолуццо, М. Бортолуццо, Н. Пистили проанализировали, позволит ли инвесторам нахождение более высококачественных акций увеличить соотношение между риском и доходностью (risk-return ratio), приходя к выводу о том, что более высококачественные акции демонстрируют значительную позитивную доходность в рассматриваемый период [3].

Ж. Альмейда и Р. Гаспар поставили под сомнение точность прогнозов аналитиков в отношении целевых цен европейских акций [1]. Это не позволяет использовать их для инвестиционных целей (для принятия решения о том, следует ли покупать/держать/продавать акции той или иной компании). Они пришли к выводу о том, что 12-месячный консенсус-прогноз Bloomberg по целевым ценам акций не имеет прогностической силы в разрезе будущей динамики котировок.

Р. Кападия обращает внимание на особенности поиска и отбора недооцененных акций в текущих условиях, отмечая, что эти процессы стали легче и быстрее благодаря свободному потоку информации, быстрому доступу к таким показателям, как коэффициент Р/Е (определяется как отношение капитализации к чистой прибыли за календарный или финансовый год), что повышает вероятность отбора недооцененных акций [10]. Но в то же время следует отметить, что далеко не всегда автоматизированные системы отбора акций содержат последние по времени значения показателей (например, по выручке и прибыли) и коэффициентов.

В целом предварительно можно говорить о том, что, хотя по анализируемой тематике есть значительное количество работ, очень немногие предлагают методологию оценки инвестиционной привлекательности акций, при этом такая методология носит, как правило, комплексный характер и, как представляется, вряд ли может быть применена рядовым частным инвестором.

Применение подхода Б. Грэхэма к оценке инвестиционной привлекательности акций публичной компании

Возвращаясь к более подробному рассмотрению подхода Б. Грэхэма, следует отметить, что процесс инвестирования имеет три составляющие:



1) анализ компании (до покупки ее акций). Это подразумевает, что рядовой частный инвестор должен обладать определенным логическим и математическим аппаратом и определенной подготовкой, которая позволяет ему на основе освоенных инструментов анализа принимать соответствующие решения о покупке или продаже акций. Несомненно, для принятия инвестиционных решений у них должен быть определенный начальный уровень знаний и умений, позволяющий им работать на рынке акций самостоятельно и критически оценивать текущую ситуацию и различного рода новости и заявления (например, комментарии аналитиков касательно покупки или продажи ценных бумаг), хотя большинство частных инвесторов могут и не иметь таких навыков;

2) защита от серьезных убытков, что в целях снижения риска предполагает инвестиции, прежде всего, в «качественные» акции, т.е. «голубые фишки»;

3) «адекватная» динамика доходности. Согласно Б. Грэхэму, это означает любую доходность (какой бы низкой она не была), которую инвестор готов принять при условии, что он действует разумно. Итак, «адекватная» доходность зависит от текущей макроэкономической ситуации и тенденций. Можно говорить, что это такая годовая доходность (выраженная в процентах), которую инвестор хочет получить с учетом текущей экономической ситуации, включая фактор инфляции.

Б. Грэхэм исходит из того, что динамика акций, по сути, является производной от динамики показателей бизнеса (на практике это, конечно, не всегда так), что позволяет сделать вывод о том, что в теории растущие показатели бизнеса будут означать и рост котировок акций. Таким образом, публикация соответствующих новостей приводит к изменению котировок, что обусловливает необходимость частным инвесторам мониторинга новостного фона — причем не только по компании, но и по экономике в целом, так как Б. Грэхэм полагает, что частному инвестору следует обращать внимание и на макроэкономические факторы — например, на инфляцию, темпы роста которой в мире в 2022 г. ускорились.

В последнее время актуальность фактора инфляции существенно выросла, поскольку по со-

стоянию на начало второго полугодия 2022 г. в ряде стран Запада она демонстрирует максимальные темпы роста за 30–40 лет. Соответственно, учитывая текущую динамику инфляции и потенциал ее сохранения, как минимум, в краткосрочной перспективе (на следующие 12 месяцев), сохраняющийся достаточно высокий уровень инфляционных ожиданий, а также ужесточение денежно-кредитной политики со стороны ФРС и других ведущих центробанков мира, можно говорить о том, что ожидаемая доходность инвесторов по акциям должна быть выше текущего уровня инфляции и должна учитывать инфляционные ожидания.

Что касается отбора акций рядовым частным инвестором, то Б. Грэхэм, в частности, в силу того, что у такого инвестора, как правило, мало опыта, недостаточно умений и навыков, дает следующие рекомендации:

- рассматривать крупные компании с консервативными финансовыми параметрами (хорошим финансовым положением). При этом конкретные финансовые параметры зависят от отрасли. Так, он считает, что для промышленных компаний показатель стоимости обыкновенных акций, отраженных в бухгалтерском балансе, не должен превышать 50% показателя капитализации плюс совокупный размер банковских кредитов. Что касается размера компании, то она должна входить в первую четверть или треть отрасли;

- у компании должна быть хорошая история дивидендных выплат. Учитывая, что многие фирмы из-за пандемии коронавируса приостановили выплату дивидендов или снизили их размер, данный фактор, как представляется, можно временно не учитывать;

- среднее значение мультипликатора Р/Е за последние 7 лет не должно быть выше 25, а за последние 12 месяцев — не выше 20. Как указывает Б. Грэхэм, это фактически исключает из инвестирования так называемые «акции роста», поскольку они, как правило, торгуются с более высокими значениями мультипликатора Р/Е. Грэхэм обращает внимание на то, что такие акции, как правило, испытывают значительное падение за короткие периоды, что говорит о повышенном риске инвестирования в них;

- перспективы сохранения выручки и прибыли.

Б. Грэхэм обращал внимание на необходимость изучения и финансовой отчетности компании, акции которой рядовой частный инвестор рассматривает для покупки, что требует от такого частного инвестора наличия определенного аппарата и уровня знаний, в том числе по части проведения финансового анализа и анализа экономических показателей и особенностей их расчета [6].

По мнению Б. Грэхэма, капитализация компании и ее динамика зависят от следующих факторов, рассмотрение которых и определяет решение частного инвестора о покупке акций той или иной компании [6]:

1) долгосрочные перспективы бизнеса компании. Основным источником анализа в данном случае выступает форма годовой отчетности 10-K, утвержденная регулятором США SEC (или годовые отчеты компаний не из США или не имеющих листинга в США). С ее помощью инвестор отвечает на два вопроса: каковы источники роста компании и каковы основные источники прибыли. Для поквартального анализа может быть использована форма квартальной отчетности 10-Q (или квартальная финотчетность в случае компаний не из США или не имеющих листинга в США);

2) компетенция менеджмента. По Б. Грэхэму, с точки зрения инвестора количественным выражением данного фактора являются полученные дивиденды и наличие долгосрочной тенденции роста среднего показателя рыночной капитализации;

3) финансовое положение и структура капитала. Как правило, эффективная компания генерирует больше денежных средств, чем тратит. Инвестору следует обратить внимание на динамику показателя операционного денежного потока в течение 10 последних лет (и она должна демонстрировать рост). По Б. Грэхэму, годовые темпы роста показателя прибыли на акцию (EPS) должны составлять 6–7%. Он также отмечает, что в структуре капитала долгосрочные пассивы должны составлять менее 50% от общего объема пассивов;

4) дивидендные выплаты. В свете пандемии актуальность данного фактора на настоящий момент значительно снизилась (и в целях упрощения анализа в данной работе его рассмотрение не предполагается). Б. Грэхэм считает,

что следует рассматривать только акции компании с историей дивидендных выплат не менее 20 лет, однако при применении данного критерия на практике розничный инвестор сталкивается с трудностями, поскольку, как указывалось выше, пандемия коронавируса привела к тому, что многие крупные компании, находящиеся в хорошем финансовом положении, приостановили выплату дивидендов;

5) текущий уровень дивидендов. Что касается данного показателя, то Б. Грэхэм считает, что следует рассматривать акции тех компаний, которые направляют на выплаты дивидендов примерно 2/3 прибыли.

В своей работе Б. Грэхэм выделяет следующие 7 критериев для включения акций в портфель частного инвестора с низким профилем риска:

1) адекватный размер компании. В своей работе он не конкретизирует данный показатель [6], оставляя его на усмотрение инвестора. В целом, все крупные компании имеют достаточно высокие показатели выручки;

2) по Б. Грэхэму, в отношении промышленных компаний устойчивость финансового положения определяется на основании показателя текущей ликвидности. Кроме того, размер долгосрочных пассивов не должен превышать оборотный капитал. Если у бизнеса на длительный срок пассивы превышают оборотный капитал, то это негативно отражается на финансовой устойчивости, поскольку компания, по сути, работает в долг;

3) срок выплаты дивидендов — не менее 20 лет;

4) отсутствие убытков за последние 10 лет;

5) рост показателя EPS не менее чем на треть за последние 10 лет;

6) капитализация не превышает стоимость активов (по балансу) более, чем в 1,5 раза;

7) капитализация не превышает средний показатель чистой прибыли за последние 3 года более, чем в 15 раз.

Следует отметить, что все указанные критерии носят ретроспективный характер и не имеют прогностических характеристик. По мнению Б. Грэхэма, использование именно данных критериев позволяет исключить небольшие компании, компании, находящиеся в сложном финансовом положении и/или не имеющие длительной истории выплаты дивидендов, а также не демонстрирующие хоро-



ших темпов роста прибыли. Б. Грэхэм полагает, что самым важным фактором является финансовое состояние (выражаемое через коэффициент текущей ликвидности). Что касается компаний из других секторов, то Б. Грэхэм считал, что в целом к ним также можно применять указанные критерии.

Следует добавить, что Б. Грэхэм также отмечает важность проведения отраслевого анализа, однако в силу его комплексного характера (и тем более отсутствия у рядового частного инвестора знаний и навыков для его проведения), он в данной работе не рассматривается.

В последнее время аналитиками и инвесторами активно используется такой коэффициент, как forward P/E (отношение рыночной капитализации компании к прибыли на будущий год), поскольку он позволяет дать прогнозную оценку бизнеса и, как следствие, определить инвестиционную привлекательность акций.

Однако данный мультипликатор в некоторых посмертных переизданиях Б. Грэхэма не рекомендуется к применению [6]. Это связано с тем, что прогнозы по прибыли компаний на следующие периоды (квартал, год и т.д.) могут с высокой долей вероятности оказаться ошибочными (тем более в условиях имеющего место усиления геополитической напряженности), что повлечет некорректность последующих расчетов и, как следствие, ошибки при принятии решений.

Что касается экспресс-оценки инвестиционной привлекательности акций, то в силу вышеуказанного ограничения Б. Грэхэм предлагает использовать значение мультипликатора P/E за календарный или финансовый год.

В отношении оценки инвестиционной привлекательности акций для частного инвестора с повышенным профилем риска (инвестора, покупающего акции с высоким P/E, т.е. больше 15), Б. Грэхэм в целом предлагает использовать те же критерии для оценки с незначительными изменениями, добавляя, в частности, что для промышленных компаний долг не может превышать 110% показателя чистых текущих активов.

В целом он рекомендовал, чтобы рядовые частные инвесторы ограничивали себя акциями «голубых фишек» или крупных компаний.

Как правило, такие компании входят в ведущие индексы акций — S&P 500, Dow Jones Industrial Average, Nasdaq, FTSE 100, DAX, CAC 40 и т.д. К их числу относится и рассматриваемая в данной работе LVMH, акции которой входят в ведущий французский индекс акций CAC 40.

Итак, в основе системы показателей Б. Грэхэма лежит низкое значение мультипликатора P/E, при этом инвестору не рекомендуется приобретать акции компаний, P/E которых более чем на 50% выше P/E рынка в целом (отраженного в P/E ведущего индекса акций страны).

Основываясь на подходе Б. Грэхэма и применив его критерии для предварительного анализа инвестиционной привлекательности акций компании LVMH, при расчетах на основании данных из размещенной на сайте официальной финансовой отчетности компании и рыночной капитализации (данные по которой можно, например, взять с Google Finance) получим табл. 1.

В целом выполненные расчеты показывают неоднозначную картину. С одной стороны, акции анализируемой компании несомненно являются привлекательными с инвестиционной точки зрения по следующим критериям:

- размер бизнеса;
- стабильный характер прибыли;
- непрерывность дивидендных выплат;
- рост показателя EPS.

Но в то же время по другим важным критериям формулирование указанного вывода можно назвать преждевременным:

■ финансовое положение. Так, показатель текущей ликвидности существенно (на 38,5%) меньше установленного Б. Грэхэмом нормативного значения в 2,0;

■ коэффициент P/E. Согласно проведенным расчетам, P/E, исходя из среднего значения прибыли за 3 года, составил 46,04, что существенно выше рекомендуемого Б. Грэхэмом значения — 15;

■ соотношение рыночной капитализации к активам. Данный показатель для LVMH почти в 2 раза превышает целевое значение, установленное Грэхэмом (2,93 против 1,5).

Таким образом, проведенные на основании предложенных Б. Грэхэмом критерии расчеты не позволяют четко сформулировать вывод об инвестиционной привлекательности акций LVMH. Вследствие этого, как представляется,

Таблица 1

Критерии Б. Грэхэма для LVMH (на основании данных за 2021 г.)

Показатель	Соответствие (+/-)	Значение (если есть)
Размер бизнеса компании (показатель продаж за 2021 г.)	+	€64,2 млрд
Финансовое положение (текущая ликвидность (нормативное значение 2,0))	-	1,23
Стабильный характер прибыли	+	
Непрерывность дивидендных выплат за последние 20 лет	+	
Рост EPS на треть за последние 10 лет	+	348%
Мультипликатор P/E	-	46,04
Отношение капитализации к балансовой стоимости активов (P/BV) (не должно превышать 1,5)	-	2,93

Источник: отчетность LVMH, расчеты авторов.

указанные критерии требуют корректировки — прежде всего, с учетом динамики теку-

щей ситуации в мировой экономике, а также геополитических факторов.

Окончание следует

ПОЯВИЛСЯ ПРОЕКТ НАЛОГОВЫХ КОЭФФИЦИЕНТОВ-ДЕФЛЯТОРОВ НА 2023 ГОД

Сохранить право на УСН можно будет при годовом доходе до 251,4 млн рублей, а перейти на УСН с 2023 года — если доход за 9 месяцев не превысит 141,4125 млн рублей.

На общественное обсуждение вынесен проект приказа об установлении коэффициентов-дефляторов на 2023 год. Значения предложены следующие:

- в целях НДФЛ — 2,27. Применяется для расчета стоимости патента для трудовых мигрантов. В этом году равен 1,98;
- в целях НДД — 1,215 (в текущем году — 1,06);
- в целях УСН — 1,257 (в 2022 году он равен 1,096);
- в целях торгового сбора — 1,729 (в этом году — 1,508).

Индексацию потенциально возможного к получению дохода в целях ПСН пока что так и не вернули, по-

этому для данного спецрежима дефлятор не устанавливается.

Лимиты для УСН увеличатся на 14,7% относительно текущего года. Переход на УСН с 2023 года будет возможен, если за 9 месяцев 2022 года доход не превысил 141,4125 млн рублей. Полный слет с УСН в 2023 году грозит при превышении «потолка» по доходам в 251,4 млн рублей за год (НК установлен лимит 200 млн). Переход к повышенной налоговой ставке при УСН будет неизбежен при достижении дохода в 188,55 млн рублей в год (в НК обозначены 150 млн).

Напомним, что, вопреки президентскому поручению, чиновники не считают необходимым повышать установленные НК лимиты для УСН отдельно — достаточно дефляторов, считают фискальные власти.

Источник: Audit-it.ru