

Что бы купил Грэм в России. Советы разумному инвестору

Какую стратегию подбора акций мог бы выбрать автор мирового бестселлера

The Intelligent Investor («Разумный инвестор») — классика инвестиционной литературы. Она написана знаменитым профессором-финансистом Бенджамин Грэмом, у которого учился не менее знаменитый инвестор-миллиардер Уоррен Баффет. Рассмотрим стратегию Грэма и применим ее на российских акциях.

Дёшево, ещё дешевле

Главная заслуга Бенджамина Грэма в том, что он ввёл в науку и практику понятие «внутренняя стоимость». По сути, он открыл такое явление, как фундаментальная стоимость компании и её ценных бумаг.

Идея Грэма состояла в том, что существует справедливо обоснованная цена, которая далеко не всегда совпадает с рыночной. Поэтому регулярно возникают ситуации, при которых акции можно купить дешевле, чем они должны стоить.

Задача инвестора — найти недооценённые акции, у которых внутренняя стоимость выше рыночной. Например, у компании есть активы (недвижимость, оборудование), которые можно продать дороже, чем стоит вся компания целиком.

Как следовать советам Грэма

Стратегия Грэма была разработана в годы Великой депрессии и сразу после неё, поэтому ориентируется, прежде всего, на традиционный бизнес: промышленные предприятия, инфраструктурные компании, добыча ресурсов.

С точки зрения консервативного инвестора, который ищет дешёвый бизнес, нужно учесть как минимум три аспекта:

- у компании есть твёрдые активы (а не просто патенты и технологии)
- компания приносит прибыль и не имеет больших проблем с долгами
- у компании есть возможность платить высокие дивиденды

При этом все перечисленные критерии должны работать не только в текущем квартале (в последнем отчёте), но несколько лет подряд. То есть нужно искать компании, у которых метрики лучше, чем они были ранее.

Если соединить все эти требования вместе, то, следуя стратегии Грэма, можно вывести такую формулу поиска акций:

- акция с P/B (стоимость / балансовые активы) ниже средней за пять лет
- акция с EV/EBITDA (коэффициент оценки операционной рентабельности) ниже средней за пять лет
- акция с P/FCF (стоимость относительно свободного денежного потока) ниже средней за пять лет

В сумме перечисленные метрики означают, что нам нужны акции компаний, которые подешевели относительно своих же активов, размера своей прибыли и потока денежных средств, которые генерирует бизнес.

Из каких бы акций выбирал Грэм

На рынке всегда есть акции с невысоким P/B (стоимость / балансовые активы), но нечасто встречаются такие, у которых этот показатель не просто ниже среднего по рынку, но и ниже, чем он был несколько лет подряд.

Сейчас, например, такая ситуация у

Газпрома

: P/B = 0,24 против средних 0,36 за последние пять лет (компания подешевела более чем на треть). В похожем положении (подешевели):

Интер РАО, ММК, АЛРОСА, РУСАЛ

и др.

Показатель **EV/EBITDA** (коэффициент оценки операционной рентабельности) — более многослойный. Он учитывает и накопленные долги, и налоговые эффекты, и динамику прибыли. Чаще всего портфельные аналитики в России отбирают акции именно по этому показателю.

На сегодняшний день самые ликвидные бумаги с низким EV/EBITDA (низким именно в сравнении с предыдущими пятью годами) это

ЛУКОЙЛ, Роснефть, Транснефть, Аэрофлот, Совкомфлот

И третий критерий P/FCF (цена / **свободный денежный поток**), который условно можно назвать «дивидендным потенциалом» оценивает акцию относительно денежных сумм, которыми компания может сейчас распоряжаться.

Здесь в лидерах низкой стоимости (опять же в сравнении с показателями предыдущих пяти лет) можно выделить такие фишки:

Полюс, X5 Group, Ростелеком, РусАгро, Юнипро, МД Медикал Груп

Акции для разумного инвестора

Идеального попадания по всем критериям нет ни у одной акции, но есть несколько бумаг, которые разумно рассмотреть. Они подешевели относительно своих активов, прибыли (даже с учётом долга) и денежного потока.

Роснефть

Оптимальный выбор для стратегии, построенной на идеях Грэма. Роснефть сейчас торгуется с P/B ниже 0,7, то есть почти на треть ниже своих реальных активов и настолько же дешевле средних значений (в течение нескольких лет показатель был на уровне 1).

С показателем EV/EBITDA ещё интереснее: около 1,9 по отчётам за последние 12 месяцев против обычных 4,3 — дисконт превышает 50%. Даже с учётом внешних

рисков скидка выглядит щедрой (у ЛУКОЙЛа около 40%).

Последний критерий P/FCF тоже даёт оптимистичную картину: 4,1 против средних 6,1 — опять же на треть дешевле, чем было в прежние годы. Совокупно всё это говорит о том, что Грэм мог бы купить Роснефть.

Норникель

Ещё одна выгодная покупка, если смотреть на фундаментальные показатели. Все три мультипликатора ниже среднего, правда, не с умеренным дисконтом. Например, EV/EBITDA = 5,4 против обычных 5,9.

В пользу покупки говорит, прежде всего, недооценка относительно размера балансовых активов: P/B = 4,5, и это более чем в два раза ниже среднего мультипликатора у Норникеля за последние пять лет.

В сравнении с денежным потоком Норникель уже не так дешёв: 15 по P/FCF против 18,6, которые выводятся из данных отчётов за пять лет. Тем не менее по сумме показателей Грэм мог бы одобрить такую инвестицию.

АЛРОСА

Компания проходит по двум из трёх критериев: дешева по активам и доналоговой прибыли. В частности, P/B сейчас (по отчётам за целый год) составляет около 1,3 против средних за пять лет 2,4.

Дисконт в EV/EBITDA тоже неплохой: 4,1 против обычных 5,9. Это эквивалентно уценке почти на 30%. Конечно, есть внешние риски, но уникальный профиль компании (в топе мировой добычи) их нивелирует.

Совкомфлот

Не по всем критериям эта компания стоит дешево, например, нет дисконта к размеру активов. Но по двум другим метрикам выглядит интересно. Особенно по EV/EBITDA, который сейчас равен 2,7 против прежних 4,2.

Оценивать по денежному потоку чуть сложнее, потому что есть данные не за все годы. Тем не менее, P/FCF выглядит невысоким: 4,5 на фоне 9–11 в предыдущие несколько лет. Грэму стоило бы взглянуть.

Юнипро

Наименее ликвидная бумага в нашем списке, зато подходящая для условного портфеля Грэма сразу по трём критериям. Минимальный дисконт показывает P/B, который сейчас держится ниже 0,7 при обычных 0,8.

По остальным мультипликаторам компания ещё дешевле. Например, EV/EBITDA в 2,5 раза ниже, чем он был в последнюю пятилетку: 1,7 против 4,2. Это самый глубокий дисконт из всех перечисленных.

В размерах денежного потока (P/FCF) бумага стоит менее 5,7, притом что в прежние годы в среднем стоил 10,5. Сейчас она почти вдвое дешевле, и если следовать советам Грэма, это чёткий сигнал для покупки.

Валерий Емельянов, инвестиционный аналитик

Альфа-Инвестиции