

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: 10.12737/1998-0701-2022-8-10-29-35

Е.Н. Грибина, канд. экон. наук, чл.-корр. РАЕН, 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

E.N. Gribina, Candidate of Economic Sciences, Corresponding Member of Russian Academy of Natural Sciences, Associate Professor, Department of Public Administration and Public Policy, Institute of Social Sciences, the Presidential Academy (RANEPA)

e-mail: gribina-en@raepa.ru

E.O. Savchenko, Candidate of Political Sciences, Associate Professor, Department of Economics and Management, Smolensk Branch, Financial University under the Government of the RF

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.

Адаптация подхода Б. Грэхэма к оценке инвестиционной привлекательности акций публичной компании в современных условиях (на примере LVMH)

В качестве оптимальных можно установить значения коэффициентов ниже по сравнению со значениями, предложенными Б. Грэхэмом. Так, при рассмотрении, например, коэффициента текущей ликвидности, можно предположить, что его оптимальное значение зависит от фазы экономического цикла. Так, при ухуд-

шении ситуации в экономике оптимальное значение данного коэффициента для периода экономического спада может быть пересмотрено в сторону снижения.

Что касается показателя стабильности прибыли, то коронавирусный кризис, начавшийся в марте 2020 г., показал, что работа даже крупных компаний может быть парализована и что они могут понести значительные убытки. Так, например, по итогам 2020 г. авиакомпания American Airlines зафиксировала чистый убыток в \$8,9 млрд. При этом в 2021 г. негативные тенденции сохранились, а чистый убыток этой же компании за период составил \$2 млрд (такая

* Окончание, начало – Аудитор № 9 – 2022.

ситуация была характерна, в целом, и для других отраслей). Усиление геополитической напряженности и рост цен на нефть ставят под вопрос сохранения компаниями ряда отраслей позитивной динамики в 2022 г., по итогам которого они могут зафиксировать убытки. Таким образом, следует, в целом, поставить вопрос о дальнейшей обоснованности использования указанного критерия или о его изменении.

При анализе инвестиционной привлекательности акций компаний аналогичное возражение (как минимум, временное) можно сделать и в отношении критерия дивидендных выплат. При этом совершенно очевидно, что отказ от выплаты дивидендов со стороны ряда компаний или их снижение, или запрет на их выплату со стороны регулирующих органов делает данный критерий как минимум менее релевантным и ставит вопрос о его пересмотре. Данный критерий также не учитывает динамику дивидендных выплат, что (по меньшей мере до коронавирусного кризиса) являлось важным фактором для инвесторов, поскольку позволяло прогнозировать дивидендную доходность. Принимая во внимание усиление негативных процессов в мировой экономике, а также значение геополитических факторов, можно ожидать, что в 2022 г. компании ряда отраслей могут быть вынуждены снизить дивидендные выплаты.

Рассматривая следующий предложенный Б. Грэхэмом коэффициент роста показателя EPS, также можно обратить внимание на то, что (как и в случае с показателем стабильности прибыли) в текущих макроэкономических и геополитических условиях будет сложно обеспечивать его соответствие установленному Б. Грэхэмом значению. Можно предположить, что в силу роста инфляции, увеличения издержек компаний, а также ряда других факторов прибыли компаний могут снижаться, что влечет падение данного коэффициента.

Что касается соотношения капитализации к балансовому размеру активов, то, с одной стороны, как указывает Б. Грэхэм, именно с его помощью рядовой частный инвестор может провести экспресс-оценку инвестиционной привлекательности акций компании (в частности, за счет расчета коэффициента P/E за финансовый или календарный год). Но, с другой стороны, интерпретация полученных расчетов

может быть осложнена для компаний из ряда отраслей — прежде всего, технологической, что обусловлено очень высокими значениями мультипликатора P/E. Так, например, согласно данным специализированного сервиса Google.Finance по состоянию на 23.03.2022 г., для компании Alphabet коэффициент P/E составлял 24,93, для Tesla — 202,82, для Amazon — 50,9.

Что касается LVMH, то, согласно проведенным расчетам, в период 2019–2021 гг., динамика показателя P/E была следующей: в 2019 г. — 29,43, в 2020 г. — 54,84, в 2021 г. — 30,48. Согласно данным сервиса Google.Finance, по состоянию на 23 марта 2022 г., он составлял 26,64, а средний P/E, по расчетам авторов, — 46,04, что явно не соответствует критерию Б. Грэхэма. Следует отметить существенные колебания в динамике данного мультипликатора (рост в 2020 г. по сравнению с 2019 г. произошел почти в 2 раза), что необходимо учитывать при проведении анализа.

Принимая во внимание высокий разброс значений мультипликатора для ряда отраслей, включая индустрию высокой моды, не зная специфики отрасли, сложно говорить о том, являются ли такое значение и такая динамика характерными для компаний данного рынка. Как представляется, это требует хотя бы краткого рассмотрения компаний-аналогов, к числу которых специализированный сервис Yahoo.Finance относит, в частности, Hermes, Kering и ряд других. Соответственно, для понимания нормальности значений мультипликатора P/E в целях сравнения с LVMH необходимо рассчитать данные мультипликаторы хотя бы для указанных компаний, так как они входят в число ведущих игроков отрасли. В табл. 2 представлены результаты проведенных с этой целью расчетов.

Подводя итоги проведенных расчетов, следует заключить, что в период 2019–2021 гг. разброс значения мультипликатора P/E для указанных компаний составил 25,76–64,2, при этом разброс среднего значения — от 35,38 до 50,15. Соответственно, для понимания того, является ли резкий рост в 2020 г. аномальным, следует провести дополнительные расчеты за предшествующие периоды.

И здесь следует отметить, что при поиске соответствующей информации у инвесторов могут возникнуть трудности, так как напри-



Таблица 2

Сравнение мультипликатора P/E для LVMH, Hermes, Kering, 2019–2022 гг.

Название компании	2019 г.	2020 г.	2021 г.	2022 г.
LVMH	29,43	54,84	30,48	26,64
Hermes	46,74	64,20	62,54	51,27
Kering	29,97	31,41	25,76	23,30
Среднее значение	35,38	50,15	39,60	33,84

Источник: данные компаний, расчеты авторов. Ввиду отсутствия данных за полный 2022 г. значения в графе за 2022 г. указаны по состоянию на 23 марта 2022 г. (источник — система финансовых данных Refinitiv)

мер, бесплатный сервис по анализу акций Yahoo.Finance дает данные только за три последних года (т.е. за 2019–2021 гг.), что для целей работы вынуждает использовать аналогичный платный сервис от издания Financial Times, который обладает более расширенным функционалом. Результаты проведенных расчетов представлены в табл. 3.

Что касается отношения рыночной капитализации к показателю активов, то, исходя из его динамики, можно сделать предварительный вывод, что акции компаний данного сектора являются более рискованными и их можно назвать аналогичными акциям компаний технологического сектора (т. е. они характеризуются повышенным профилем риска).

Применительно ко всем указанным коэффициентам следует добавить, что публикуемые на момент написания работы различного рода макроэкономические прогнозы западных структур также ставят под сомнение релевантность использования для расчетов со стороны рядовых розничных инвесторов таких предложенных Б. Грэхэмом показателей, как, например, стабильность роста прибыли. Это можно объяснить тем, что находящаяся в хорошем фи-

нансовом положении компания из-за геополитической/экономической нестабильности может показать убыток по итогам отчетного периода (и, таким образом значение этого критерия Б. Грэхэма может стать отрицательным). Так, например, в июне 2022 г. Всемирный банк дал прогноз, что в 2022 г. темпы роста мировой экономики составят 2,9%, хотя еще в январе 2022 г. прогноз по росту составлял 4,1%.

Исходя из вышеуказанного, следует говорить о необходимости формирования модифицированной базы критериев для оценки инвестиционной привлекательности акций публичной компании со стороны рядового розничного инвестора. И здесь, по мнению авторов, следует указать на возможность двух подходов, которые могут быть адаптированы инвесторами в зависимости от своих навыков, знаний, ресурсов и готовности тратить свое время.

Первый подход в целях экономии времени/ресурсов частного инвестора подразумевает экспресс-оценку инвестиционной привлекательности акций и использование только лишь мультипликатора P/E. В наиболее простой форме можно провести анализ P/E за последние три года (так как данные за этот период

Таблица 3

Динамика мультипликатора (P/E) для LVMH, Hermes, Kering за 2017–2022 гг.

Название компании	2017 г.	2018 г.	2019 г.	2020 г.	2021 г.	2022 г. (Yahoo.Finance)
LVMH	23.73	22.18	29.43	54.84	30.48	26.26
Hermes	34.47	33.14	46.74	64.20	62.54	51.27
Kering	14.29	12.72	29.97	31.41	25.76	22.53
Среднее значение	24.16	22.68	35.38	50.15	39.60	34.83

Источник: данные компаний, расчеты авторов. Данные за 2022 г. указаны по состоянию на 23 марта.

можно найти в открытом доступе в открытых системах/сервисах финансовой информации) и не прибегать к анализу компаний-аналогов (конкурентов). Его можно дополнить показателем P/E ТТМ (P/E за последние 12 месяцев) и P/E на текущий год, воспользовавшись публикуемыми в открытых источниках прогнозами аналитиков (каким-либо одним прогнозом или консенсус-прогнозом нескольких аналитиков), учитывая вероятность с их стороны ошибок или неверных предположений.

Однако в отношении компаний из отраслей с «высоким» значением P/E (по Б. Грэхэму, более 15) для понимания ситуации и определения того, являются ли акции недооцененными или переоцененными, проводимый анализ следует дополнить включением среднего значения P/E по отрасли (в данном случае источником данных будут выступать, например, материалы СМИ или рейтинговых агентств, находящиеся в открытом доступе). Следует отметить, что поскольку поиск значений этого показателя в динамике (например, за последние 3 года) может вызвать трудности в силу недоступности данных, то, возможно, следует ограничиться средним значением мультипликатора P/E за текущий год. При этом инвестору нужно понимать, что даже в платных сервисах могут отсутствовать необходимые данные. Так, например, в сервисе Global Equity Screener (Financial Times), данные для которого предоставляет провайдер финансовой информации Refinitiv, на момент написания работы отсутствовали значения мультипликатора P/E ТТМ для компании Hermes.

Соответственно, при нормальных макроэкономических условиях (в частности, при отсутствии высокой инфляции) интерпретация полученных при расчетах значений будет следующей: чем выше значение P/E, тем более рискованными для инвестирования являются акции данной компании и чем меньше значение P/E — тем менее рискованными. При этом для компаний с P/E более 15 сравнение со средним значением P/E, как представляется, более эффективно проводить с точки зрения отраслевого бенчмарка, а также исходя из степени отклонения P/E конкретной компании от среднего. При существенном отклонении инвестором может быть принято решение о проведении дополнительного анализа (при наличии свободного времени и необходимых

знаний и навыков) или об отказе от покупки/продажи акций. Соответственно, интерпретация результатов может быть предложена в следующем виде: акции компании данной отрасли можно считать привлекательными с инвестиционной точки зрения в случае, если коэффициент P/E компании ниже среднеотраслевого значения (данные по нему могут быть как рассчитаны инвестором самостоятельно при наличии времени и ресурсов, так и взяты из открытых источников (например, Bloomberg, Financial Times, бесплатный агрегатор новостей Google.News и т. д.).

Проведенные расчеты по компаниям отрасли показали, что за указанный период наблюдается значительное изменение показателя P/E, включая его среднее значение, что можно объяснить фактором начала пандемии коронавируса в 2020 г., так как в 2021 г. значения начали снижаться и стремиться к средним историческим (так, по расчетам авторов, среднее значение P/E по указанным трем компаниям за период 2017–2021 гг. составило 32,13, что позволяет использовать его в качестве примерного ориентира при анализе инвестиционной привлекательности акций компаний отрасли в целом).

Как видно из проведенных расчетов, они не позволяют сделать достаточно четкий вывод в отношении инвестиционной привлекательности акций LVMH. Таким образом, можно говорить о том, что данные критерии вряд ли могут использоваться обычным частным инвестором и что необходимо провести их корректировку.

Второй подход подразумевает более детальный и подробный анализ, основанный на проведении финансового анализа, включающего и анализ коэффициентов. Его ограничение состоит в том, что у частного инвестора должно быть не только достаточно хорошее понимание функционирования экономической системы как на микро, так и на макроуровне, но и знания и навыки проведения соответствующих расчетов, включая и выбор показателей для таких расчетов. Элементы такого анализа содержатся в подходе Б. Грэхэма (речь, в частности, идет о показателе текущей ликвидности). Источником финансового анализа выступает официальная финансовая отчетность компании, публикуемая как на сайте компании, так и специальными регуляторами, а также иные соответ-



ствующие документы. В случае анализа акций публичной компании преимуществом использования финансовой отчетности является легкий доступ к ней, поскольку она находится в открытом доступе и, как правило, доступа к скачиванию с сайта.

Финансовая отчетность компании, как правило, состоит из трех основных документов:

- балансовый отчет;
- отчет о прибылях и убытках;
- отчет о движении денежных средств.

Анализ баланса позволяет рядовому частному инвестору ответить, в частности, на следующие вопросы:

- как изменилась ликвидность компании по сравнению с предшествующим периодом (предшествующими периодами);
- какова динамика показателей платежеспособности.

Анализ отчета о прибылях и убытках позволяет, в частности, получить ответы на следующие вопросы:

- как изменилась динамика выручки компании и какие могут быть причины ее изменения;
- как изменилась динамика выручки компании по сегментам (при наличии сегментов).

И, наконец, анализ отчета о движении денежных средств позволяет, в частности, получить ответы на следующие вопросы:

- есть у компании способность генерировать операционный денежный поток;
- как изменилась динамика денежных потоков.

Дополнительный финансовый анализ (при наличии времени и возможности) может быть проведен с учетом примечаний к финансовой отчетности, однако, как правило, в целях экономии времени частные инвесторы могут не принимать во внимание данные примечания, хотя они дают более полное понимание положения компании и ее перспектив.

Примерный алгоритм проведения финансового анализа может быть следующим:

- 1) пояснение цели и контекста анализа (например, определение инвестиционной привлекательности акций такой-то публичной компании);
- 2) сбор необходимых данных;
- 3) обработка собранных данных;
- 4) анализ и интерпретация обработанных данных (включая рассмотрение возможных отклонений и специфики отрасли);

5) формулирование выводов и рекомендаций.

В данном случае в качестве общих инструментов (которые при необходимости могут быть изменены в зависимости от поставленных целей и сформулированных задач) проводимого рядовым частным инвестором финансового анализа могут быть предложены следующие:

- вертикальный и горизонтальный анализ;
- анализ коэффициентов;
- отраслевой анализ. Рядовому инвестору он может быть доступен не всегда в силу отсутствия соответствующих данных или доступа к ним. Даже при наличии такого доступа с высокой долей вероятности такой анализ, скорее всего, будет неполным. Как правило, в целях экономии времени/ресурсов отраслевой анализ выполняется по крупнейшим игрокам;
- расчет уравнения Дюпона. Позволяет определить факторы, влияющие на коэффициент рентабельности акционерного капитала (ROE). Является более сложным для проведения, так как подразумевает расчет нескольких мультипликаторов;
- расчет моделей вероятности банкротства (например, модели Альтмана и др.). Является более сложным для проведения, так как подразумевает расчет нескольких мультипликаторов.

Исходя из критерия простоты, полезности и экономии времени для рядового частного инвестора наиболее эффективным представляется акцент на применении метода анализа коэффициентов, при этом другие инструменты могут быть задействованы при необходимости или при наличии свободного времени. Как правило, анализ коэффициентов проводится по следующим блокам:

- ликвидности;
- финансовой устойчивости;
- рентабельности;
- оборачиваемости;
- прогнозирования неплатежеспособности;
- инвестиционной привлекательности (мультипликаторы P/E, P/BV рассматривались выше).

При проведении расчетов по всем блокам в итоге получается несколько десятков показателей, что рядовому частному инвестору, который, как правило, не имеет должного уровня подготовки, непросто рассчитать и проинтерпретировать. Исходя из интересов частного инвестора и в целях экономии времени и ресурсов для оценки инвестиционной привлекательности акций компании, по мнению авторов, представ-

ляется целесообразным расчет следующих мультипликаторов:

- P/E. Универсальный мультипликатор, который позволит провести экспресс-оценку инвестиционной привлекательности акции компании как в конкретный момент времени, так и в динамике;
- текущей ликвидности. Из показателей ликвидности наиболее целесообразным представляется применение именно данного коэффициента в силу его универсальности, простоты расчета и интерпретации (другие показатели ликвидности имеют свою специфику и могут являться менее универсальными);
- финансовой устойчивости. В целом, частный инвестор может применять любой коэффициент финансовой устойчивости по выбору, поскольку, в целом, у них один и тот же смысл;
- рентабельности. В данном случае оптимальным является расчет ROE), поскольку именно он позволяет определить уровень доходности акционерного капитала и, следовательно, акционеров (инвесторов).

Что касается других блоков, то их применение обосновано для инвесторов с более высоким уровнем финансовых знаний и навыков и при наличии большего объема свободного времени.

В результате была сформирована табл. 4, в которой представлены отобранные авторами в целях проведения анализа инвестиционной привлекательности акций компании LVMH коэффициенты, отличие которых от критериев Б. Грэхэма заключается в том, все они могут быть рассчитаны математически, что и сделано в табл. 4 для 2019, 2020 и 2021 гг.

Заключение

Исходя из проведенных расчетов, можно сформулировать следующие выводы.

В рассматриваемый период 2019–2021 гг. наблюдалось существенное колебание указанных коэффициентов — прежде всего, за счет 2020 г., что можно объяснить пандемией коронавируса.

Расчетные значения и динамика мультипликатора P/E указывают на то, что акции LVMH являются высокорискованными с точки зрения инвестирования, то есть их можно рекомендовать инвесторам с высоким профилем риска (при этом значение P/E по LVMH ниже рассчитанного в данной работе среднего значения по трем ведущим компаниям отрасли, что позволяет говорить об относительной инвестиционной привлекательности акций LVMH).

Коэффициент текущей ликвидности в рассматриваемый период демонстрирует умеренную тенденцию к росту (+4,5%), однако он находится несколько ниже оптимального значения (за исключением 2020 г.), что указывает на повышенный риск.

Отношение заемного капитала к собственному во все года рассматриваемого периода находится ниже нормы, демонстрируя в целом слабовыраженную негативную динамику (+3%) с резким ростом в 2020 г. и последующим снижением в 2021 г. примерно до уровня 2019 г. Можно говорить о том, что в 2021 г. по сравнению с 2019 г. существенного увеличения риска не произошло, хотя он сохранился на повышенном уровне.

Таблица 4

Оценка инвестиционной привлекательности акций LVMH на основе отобранных коэффициентов, 2019–2021 гг.

Коэффициенты	Оптимальное значение (если есть)	2019	2020	2021	Интерпретация
1. Отношение рыночной капитализации компании к прибыли за год (P/E)	-	29,43	54,84	30,48	Повышенный риск
2. Текущая ликвидность	1,5–2,0	1,17	1,57	1,23	Повышенный риск
3. Отношение заемного капитала к собственному	< 1,0	1,51	1,79	1,56	Повышенный риск
4. Коэффициент рентабельности акционерного капитала (ROE)	-	0,18	0,12	0,24	-

Источник: данные компаний, расчеты авторов.



В рассматриваемый период показатель ROE был в диапазоне 12–24%, что существенно выше показателей инфляции, однако его динамика носила смешанный характер. Так, в 2020 г. падение по сравнению с 2019 г. составило порядка 35%, однако в 2021 г. произошел рост показателя по сравнению с 2020 г. в 2 раза — до 24,6%.

В целом проведенные расчеты по выбранным мультипликаторам оценки инвестиционной привлекательности акций LVMH позволяют сформулировать вывод, что акции данной компании могут быть рекомендованы к покупке инвесторам с повышенным профилем риска.

Литература

1. Almeida J., Gaspar R. M. Accuracy of European Stock Target Prices // *Journal of risk and financial management*. 2021. Vol. 14. No 9. P. 443
2. Bloch, M., Guerard, J. B., Jr., Markowitz, H. M., Todd, P., & Xu, G. // *A comparison of some aspects of the U.S. and Japanese equity markets. Japan & the World Economy*. 1993. №5. PP. 3–26
3. Bortoluzzo A. B., Pistili N. G., Bortoluzzo M. M. Analyzing the quality factor for Brazil // *Revista Brasileira de Finanças*. 2021. Vol. 19. No 3. PP. 31–52
4. Damodaran A. *Investment Valuation: Tools And Techniques For Determining The Value Of Any Asset*. 2012
5. Damodaran A. Why investors should be wary of stock-based compensation. Режим доступа: <https://www.ft.com/content/6999dc72-893e-11e9-97ea-05ac2431f453> (дата обращения: 8.06.2022)
6. Graham B. *The Intelligent Investor*. Harper Business Essentials, 2006
7. Guerard J. B., Ganlin X., Markowitz H. A further analysis of robust regression modeling and data mining corrections... // *Annals of operations research*. 2020. Vol. 303. No 1–2. PP. 175–195
8. Guerard, J. B., Jr., Markowitz, H. M., & Xu, G. Earnings forecasting in a global stock selection model and efficient portfolio construction and management // *International Journal of Forecasting*. 2015. No 31. PP. 550–560.
9. Guerard, J. B., Jr., Xu, G., & Gultekin, M. N. Investing with momentum: The past, present, and future // *Journal of Investing*. 2012. No 21. PP 68–80
10. Kapadia R. *The New Value Hunters* // *Barron's*. 2021. Vol. 101. No 21. PP 20–27
11. Kaustia M., Rantala V. Common Analysts: Method for Defining Peer Firms // *Journal of financial and quantitative analysis*. 2021. Vol. 56. No 5. PP. 1505–1536
12. Lyle M. R. Yohn, Teri L. *Fundamental Analysis and Mean-Variance Optimal Portfolios* // *The Accounting review*. 2021. Vol. 96. No 6. PP. 303–327
13. Markowitz H M. *Portfolio selection: efficient diversification of investments*. Cambridge: Blackwell, 1995
14. Markowitz H. M. *Portfolio Selection: Efficient Diversification*. Yale, 1959
15. Martin K., Wigglesworth R. Rise of the retail army: the amateur traders transforming markets. Режим доступа: <https://www.ft.com/content/7a91e3ea-b9ec-4611-9a03-a8dd3b8bddb5> (дата обращения: 8.06.2022)
16. Rogers J. *A Gift to My Children: A Father's Lessons For Life And Investing*, 2009
17. The day in the markets // *Financial Times*. 2.12.2021. P. 16
18. Warren E. Buffett and Lawrence A. Cunningham. *The Essays of Warren Buffett: Lessons for Corporate America, Second Edition*, 2008
19. Webb M. Only cash can untie you from the freaky market // *Financial Times. Money*. 3.10.2009. P. 5
20. William F. Sharpe. A Simplified Model for Portfolio Analysis // *Management Science*. 1963. Vol. 9, No 2. PP. 277–293
21. William F. Sharpe. *Portfolio Theory and Capital Markets*, 1970.