**Как выиграть большой шлем**

***Марио Габелли***

[1](http://www.bull-n-bear.ru/articles/?articles=gabelli1) [2](http://www.bull-n-bear.ru/articles/?articles=gabelli2) [3](http://www.bull-n-bear.ru/articles/?articles=gabelli3) [4](http://www.bull-n-bear.ru/articles/?articles=gabelli4) [5](http://www.bull-n-bear.ru/articles/?articles=gabelli5)**| стр.1**

Древнегреческий драматург Эврипид сказал: "Лучший предсказатель тот, кто угадывает правильно". Каждый год, начиная с 1980 года, журнал "Бэрронз" дает мне возможность садиться за ежегодным Круглым столом вместе с прославленной группой хороших прорицателей и гадать, что будут делать в предстоящем году экономика, рынки и некоторые отдельные акции. Сейчас, в честь 75-летней годовщины "Бэрронз", меня пригласили замахнуться на большее и обсудить несколько инвестиционных тем, которые теоретически обогатят читателей на следующие пять лет. Это справедливо.

Я начну с признания, что за прошедшие 20 лет наши ежегодные макроэкономические и рыночные прогнозы не всегда были правильными. К счастью для наших клиентов и читателей "Бэрронз", наша инвестиционная методология строится не на точном предсказании трендов процентной ставки или расчете времени рынка, а в значительной степени на выборе акций, и многие из наших выборов оказались вполне успешными.

Одной из причин этого – хороший средний результат при определении трендов – мы называем их катализаторами, вызывавших повышение рыночной цены акций в избранных промышленных группах. Катализатором может быть изменение регулирующих стандартов, например, первоначальный законопроект о дерегулировании кабельного телевидения 1984 года, который привел нас к прибыльным инвестициям в кабельные акции. Это может быть консолидация в рамках одной отрасли. Борьба за активы киноиндустрии, вызванная расширением системы распределения в течение 80-х и начала 90-х годов, воодушевила нас занять прочные и, в конечном счете, весьма выгодные позиции в "Уорнер коммьюникэйшнс", "Эм-Си-Эй" и "Парамаунт" прежде, чем их приобрели "Тайм", "Мацусита" и "Виаком" соответственно.

Катализаторами могут быть и корпоративные реструктуризации. Недавняя тенденция к оказанию помощи в реализации биржевой стоимости акций посредством продажи или раскрутки предприятия помогла нам заработать хорошие прибыли на компаниях типа "Хампти-Дампти", когда вся королевская конница и вся королевская рать помогали снова разбивать промышленные конгломераты на части. Среди них "Теннеко", "Америкэн брэндз", "Америкэн экспресс", "Ай-Ти-Ти", а теперь и "Эй-Ти энд Ти".

В качестве наиболее сильной тенденции на следующие пять лет мы видим взрывной рост международного рынка для американских товаров и услуг. Он ведет свои корни от двух важных катализаторов: восстановления американской промышленности, вызванного сокращением стоимости капитала и огромным повышением производительности, и победы мирового капитализма, лучше всего символизируемого крушением Берлинской стены. Находчивость доброго старого янки сделала нас более чем конкурентоспособными по сравнению с Японией и Германией. Сейчас мы в прекрасной позиции для завоевания новых международных экономических рубежей.

С развитием свободной рыночной экономики в Китае и странах бывшего советского блока, и с быстро растущим средним классом в развивающихся странах Латинской Америки и странах Тихоокеанского бассейна число новых покупателей на рубеже столетий составит от 2,5 до 3 млрд. человек. Как собирается тратить свои деньги этот нарождающийся международный средний класс? Если прошлое пролог – а мы можем чему-то научиться, оглядываясь назад на экономическую эволюцию великого американского среднего класса, – то новый международный средний класс повысит свои потребительские привычки в отношении продуктов питания; если это станет возможно, они будут покупать телефонные услуги, тратить деньги на развлечения и путешествовать.

Инвесторы, придерживающиеся наших взглядов – выборщики акций, если хотите, не могут говорить об инвестиционных трендах, не называя некоторых имен. В отличие от Круглого стола, где и "Бэрронз", и наши коллеги постоянно побуждают нас заполнять бланки с фундаментальными данными для отдельных избранных акций, я не буду приводить точные данные по компаниям, упоминаемых в этой статье. Не буду я делать и предсказаний относительно краткосрочных доходов и движения денежных средств. С этой оговоркой, согласуясь с нашей ориентированной на Грэма и Додда философией стоимости, мы хотели бы владеть предприятиями, о которых здесь говорится, длительное время.

**Это не ерунда**

Давайте начнем с Айовы. Американский фермер, выращивающий зерновые, самый производительный в мире. В сельскохозяйственном смысле Айова – произведение искусства. Позвольте привести гипотетический пример. Чтобы произвести одну унцию мяса, требуется семь унций зерна. Если бы потребление кур или свинины в Китае выросло на одну унцию на душу населения и Айова должна была бы произвести все зерно, идущее на откорм этих китайских цыплят и свиней, то если исходить из уровня валового национального продукта, Айова оказалась бы среди самых богатых стран мира. Это может показаться глупым примером. Но его цель привлечь внимание к огромному потенциалу роста производства американских фермеров, занимающихся зерновыми, и продавцов, их обслуживающих. Производители сельскохозяйственного оборудования – "Джон Дир", компании, перевозящие зерно в перевалочные центры, например, "Арчер-Дэниэлз-Мидлэнд", производители ирригационного оборудования, такие как "Линдсэй мэнуфэкчуринг", стали бы долгосрочными бенефициарами из-за возросшей роли, которую играл бы американский фермер в обеспечении мира продовольствием.

**Вызывание долларов**

Когда новый международный потребитель получит больше мяса к столу, что еще сможет сделать его или ее жизнь лучше? Большим шагом вперед будет возможность позвонить друзьям и семье по телефону. Собственно говоря, вы можете утверждать, что телекоммуникации одновременно и двигатель, и стимул процесса появления международного среднего класса. Чтобы конкурировать на мировой арене, предприятиям в развивающихся странах нужны здоровые фондовые рынки, привлекательные для мирового капитала. Современные телекоммуникационные системы обязательное предварительное условие для их появления. По мере того, как эффективные телекоммуникационные системы вызывают дальнейшее усиление экономического роста и развитие среднего класса, возрастает потребность в более глобальной телефонной службе. Здесь мы должны снять шляпу перед эволюционной теорией времени и пространства Крэйга Макко, которая фактически дала толчок отрасли сотовой телефонии. И когда дело доходит до развивающихся стран, то именно беспроводная связь поможет предоставлять телекоммуникационные услуги по разумным ценам.

Можно утверждать, что телекоммуникации будут самой быстрорастущей глобальной отраслью промышленности в течение следующего десятилетия, а то и дольше. Следовательно, долгосрочным инвесторам не придется быть ужасно разборчивыми, чтобы заработать довольно приличные прибыли в этом секторе. Но чем хватать, что попало, инвесторы, а с ними и основные игроки могут максимизировать свои доходы, концентрируясь на сегментах отрасли, которые будут расти быстрее. Три большие американские компании международной связи "Эй-Ти энд Ти", "Эм-Си-Ай" и "Спринт" активно развивают стратегические союзы с национальными и местными сетями связи по всему миру, что позволит им доминировать на международном рынке дальней связи. Производители телекоммуникационного оборудования, например "Лусент" (отпрыск "Эй-Ти энд Ти") и "Нотерн телеком", будут играть большую роль в прокладке линий мировой связи. Поставщики современного кабельного оборудования, такие как "Сайентифик Атланта", имеют громадные перспективы международного роста. На стороне беспроводной связи должны процветать производители сотовых телефонов, такие как "Моторола" и "Нокиа". Особого упоминания заслуживает "Эйртач", проделавшая громадную работу, выиграв фрэнчайзинг по совместным предприятиям сотовых телефонов по всей Европе. Двумя другими заслуживающими внимания инвестициями в области сотовой связи являются "360 Коммьюникэйшнс" – местная сотовая производная "Спринт" и британская "Водафон".

Если вы отдаете предпочтение более сфокусированному подходу, основанному на "особой ситуации", то канадский телефонный гигант "Би-Си-И" должен выиграть, когда будет распродавать свои солидные инвестиции в "Нотерн телеком" и по мере того, как дерегулирование в Канаде догоняет остальной мир. В пересчете надушу населения столичный район Ванкувера имеет наивысшую концентрацию китайских экспатриантов в Северной Америке. Он может оказаться великими "воротами" в Китай.

**Глобальное телевидение**

Никакая американская продукция не путешествует лучше, чем фильмы и музыка в записи. Несколько лет назад представители "Тайм Уорнер" по связям с инвесторами оказали нам любезность, предоставив пленку с героями мультфильмов "Уорнер", дающими урок мировой географии на дюжине иностранных языков. Мы использовали эту пленку на нашем ежегодном собрании клиентов, чтобы проиллюстрировать глобальную сферу влияния американской индустрии развлечений. В мире просто нет такого места, где бы американские фильмы не играли ведущей роли, будь то кинотеатры, кабельное или эфирное телевидение. То же относится и к музыке. Взгляните на сближение в США компьютерной, телефонной отраслей промышленности и отрасли кабельного телевидения. Также манят и заморские возможности. Только за прошедшие пять лет количество спутниковых тарелок в Индии возросло с 400.000 до 10 миллионов. По мере того, как каналы распределения расширяются по всему миру, ценность индустрии развлечений будет возрастать.

С учетом консолидации, переживаемой киноиндустрией, остается все меньше возможностей для участия. "Тайм Уорнер" – доминирующая глобальная компания как в области киноиндустрии, так и в области звукозаписи. Если предположить, что ее брак с "Тернер бродкастинг" станет реальностью, "Тайм" может также стать сильной международной кабельно-телевизионной компанией. Цены на акции сдерживались опасениями по поводу долгов "Тайма", результата желчных отношений с "Ю-Эс Вест", и неопределенных перспектив гигантских операций кабельного телевидения "Тайм Уорнер". В этом отношении инвесторы сейчас не видят леса за деревьями. Однако мы уверены, в конце концов рынок признает выдающееся глобальное положение "Тайм Уорнер" в программном обеспечении индустрии развлечений.

Другими бенефициарами этого благоприятного долгосрочного тренда для производителей и составителей программ индустрии развлечений являются также "Виаком" – мир хочет иметь свое MTV; "Сигрэм", новый владелец "Эм-Си-Эй", и "Либерти медиа", объединение инвестиций кабельной сети "Телекоммьюникэйшенс инк" Джона Мэлоуна.

**Выше, выше и дальше**

Воздушные перевозки чрезвычайно чувствительны к росту личного дохода людей. Новый международный средний класс взлетит в дружественные небеса. Они будут летать по делам и для удовольствия. В следующие пять лет вы, вероятно, сможете сделать много денег, инвестируя в международные авиакомпании. Но будет менее сложным и, возможно, также выгодным инвестирование в компанию "Боинг". Наряду с консорциумом "Юропс эйрбас", она будет строить иностранные воздушные флотилии, чтобы обеспечить возросшие воздушные перевозки за границей.

Мы находимся почти в самой низкой точке пятилетнего цикличного спада в авиационной промышленности. Промышленные исследования показывают, что в следующие 20 лет будет построено 12.000 новых самолетов для удовлетворения увеличивающегося глобального спроса, и 4.000 самолетов будет заменено на новые по причине их старения, или неэффективного использования топлива, или несоответствия новым требованиям контроля над уровнем шума. Это означает 16.000 новых самолетов, построенных за следующие два десятилетия. "Боинг" здесь – лидер в области технологии – получит львиную долю заказов.

Другая альтернатива – инвестирование в оптовиков, снабжающих "Боинг". В этом секторе очень мало чистых игроков, но компании, извлекающие из коммерческой авиапромышленности существенный объем доходов, включают "Аметек", "Пресижин кастпартс", "Муг", "Крэйн", "Эс-Пи-Эс текнолоджиз", "Ханивелл" и "Кёртис-Райт". "Секуа корп.", чье отделение "Кромаллой" – лидер в техническом обслуживании и текущем ремонте реактивных двигателей – будет представлять собой хорошую карту в области "старения существующего флота".

**Слияния**

Еще одна динамичная глобальная деятельность, не новая, но далеко не законченная, стратегический процесс слияния и приобретения компаний. За Круглым столом в 1995 году я сказал, что в следующем году будет совершена масса сделок. Таких сделок в США оказалось на 158 млрд. долл., а в мире – на 866 млрд. долл. Не знаю, увидим ли мы такой же объем сделок в этом году, но суммы все же будут большими. Почему? Мир захлестнула волна ликвидности, растущие рынки ценных бумаг делают акции более ценной валютой. И, что более важно, пока еще дешевле покупать предприятия на глобальных фондовых рынках, чем создавать их с нуля.

Как можно заработать на этом долгосрочном тренде? Здесь я намерен без смущения проповедовать в пользу своей собственной церкви. Как нас учили Бенджамин Грэм и его преемник в университете "Коламбия" Роджер Мюррей, и что столь прибыльно применил на практике Уоррен Баффет, к акциям надо относиться так, как если бы они были частью предприятия, которое вы хотите приобрести по цене ниже того, что Грэм называл действительной стоимостью, другие называют экономической стоимостью и что годы тому назад называлось "частной рыночной стоимостью".

Как же нам измерить стоимость? Мы считаем, лучший барометр стоимости компании – свободные средства, определенные как прибыль до вычета процентов, налогов и амортизации (EBITD), или ее легкая вариация, EBITDA, где в обоих случаях вычитаются капиталовложения, необходимые для роста бизнеса. Большинство специалистов по слиянию и приобретению корпораций изучают те же самые параметры. Когда знающий промышленник оценивает предприятие в целях приобретения, он или она не придают большого значения заявленной стоимости активов. Это для бухгалтеров, а не для здравомыслящих покупателей предприятий. Они, вероятно, не очень беспокоятся и по поводу чистой прибыли. Умные корпоративные управляющие могут творчески подходить к учету прибыли. Этот просвещенный промышленник хочет знать, сколько денег приносит это предприятие сегодня и сколько придется инвестировать в это предприятие, чтобы поддерживать или увеличить этот поток денежных средств в будущем.

Существуют другие факторы, влияющие на определение частной рыночной цены акции. Стоимость капитала всегда влияет на стоимость компании. Поэтому акции имеют тенденцию к снижению стоимости, когда процентные ставки растут. Темпы роста денежного оборота тоже изменяют стоимость. Так же, как инвесторы в акции роста готовы платить более высокий коэффициент цена/прибыль за более высокий рост прибылей, так и инвесторы в частную рыночную стоимость будут платить более высокий коэффициент движения денежных средств за более быстрый денежный оборот. Кроме того, искушенные покупатели предприятий заглянут за пределы бухгалтерского баланса в поисках скрытых активов – ценной земли, внесенной в книги по первоначальной цене, или раздутого пенсионного плана – так же как и скрытых обязательств, например, непрофинансированных программ здравоохранения или потенциально дорогостоящих природоохранных проблем.

Анализируя заявления о доходах и балансовых отчетов, и проверяя все сопровождающие их маленькие сноски, и следя за ценами, по которым предприятия продаются и покупаются каждый день в реальном мире, можно определить стоимость предприятия или группы предприятий. Обычно вы можете найти принципиальные сделки – акции, продающиеся значительно ниже их частной рыночной стоимости. Затем вам надо задать соответствующие вопросы: кто мог бы захотеть стать владельцем этой компании? Будет ли руководство компании восприимчиво к предложению о ее захвате? Является ли имущество приобретаемой компании таким уникальным, чтобы кто-то мог бы заплатить гораздо больше справедливой стоимости?

Если вы сможете найти положительные ответы на подобные вопросы, вы, вполне вероятно, нашли себе отличного кандидата на приобретение.

**Не ожидайте слишком много**

В заключение некоторые комментарии по поводу долгосрочных перспектив обыкновенных акций. Я не говорю о том, что может случиться с рынком в следующем квартале или даже в следующие несколько лет. Однако я думаю, что инвесторам следует иметь некоторое видение того, что они могут ожидать. За последние 15 лет, по подсчетам S&P 500, среднегодовой доход по обыкновенным акциям 14,8%. Это почти на 50% больше ежегодного дохода по акциям, который был за всю историю доходов. Когда вы складываете на 10 лет вперед, то разница получается ошеломительная. Увидим ли мы такого же рода доходы по акциям в следующие 15 лет? Я бы не стал биться об заклад. Раньше или позже этот бурный бычий рынок закончится или значительной коррекцией, или медвежьим рынком, или, что предпочтительно, длительным периодом гораздо более скромных доходов.

Как следует сегодняшнему инвестору подготовиться к этому? Я бы начал с выверения ожиданий. Когда вы вносите предположения при финансовом планировании, используйте консервативные данные доходов по обыкновенным акциям, и сберегайте, и инвестируйте соответственно. Другими словами, если вы вкладываете энную сумму долларов в обыкновенные акции и предполагаете, что они принесут 15% годовых в течение следующих 10-20 лет, вы, вероятно, обнаружите, что фонд на высшее образование ваших детей или ваши пенсионные накопления окажутся более чем недостаточными.

Во-вторых, вам следует рассмотреть альтернативные инвестиционные стратегии. Следует обдумать нейтрально-рыночные дисциплины, вроде рисковых арбитражных операций, способных приносить ежегодный доход в 10-15% вне зависимости от направления общего рынка ценных бумаг. Это может оказаться особенно разумно, если то, что мы охарактеризовали как третью великую волну слияний, будет продолжаться так долго, как мы ожидаем.

Наконец, хотя в относительном комфорте Нью-Йоркской фондовой биржи можно разыгрывать много глобальных трендов, инвесторам следует интернационализировать свои портфели. Двадцать пять лет назад обыкновенные акции США представляли 66% капитализации общего мирового рынка акций. Сегодня они составляют 38%. Двадцать лет назад только самые безрассудно смелые американцы инвестировали в такие страны, как Испания или Италия. Сегодня миллиарды американских долларов находятся на отсталых рынках Латинской Америки и странах Тихоокеанского бассейна. Я всегда склонялся к тому, чтобы бросать вызов обычному здравому смыслу. И я действительно считаю, что существует некоторое основание для идеи, что многие иностранные экономики будут развиваться быстрее, чем американская, и доходы от иностранных рынков обычных акций будут стремиться быть выше, чем наши собственные.