



МЭРИ БАФФЕТ, ДЭВИД КЛАРК

Как найти идеальную для инвестора компанию

Посвящается светлой памяти Пэтти Хансен Кларк, основательницы Академии образования Феникс в Омахе, где научились читать более двух тысяч детей, испытывающих затруднения в учебе

Введение

На протяжении двенадцати лет, с 1981 по 1993 год, я была невесткой Уоррена Баффета, самого успешного в мире инвестора и величайшего филантропа.

Вскоре после того, как я вышла замуж за сына Уоррена, Питера, и задолго до того, как мир за пределами Уолл-стрит услышал об Уоррене, я посетила дом их семьи в Омахе. Там я встретила небольшую группу преданных учеников великого мастера-инвестора, которые называли себя баффетологами. Один из них, Дэвид Кларк, сохранил тщательно сделанные записи с мыслями Уоррена об инвестициях. Эти заметки явились основой для наших с ним совместных книг, ставших впоследствии международными бестселлерами: «Дао Уоррена Баффета», «Баффетология», «Практическая баффетология» и «Новая баффетология», которые опубликованы на семнадцати языках, включая иврит, арабский, китайский и русский.

В 2007 году, после ошеломляющего успеха книги «Дао Уоррена Баффета», я встретила с Дэвидом в Омахе во время празднования годовщины основания «Berkshire Hathaway», и за ланчем мы обсуждали историю инвестиционного анализа. Дэвид отметил, что анализ инвестиций в конце XIX и начале XX века был сосредоточен на определении платежеспособности и рентабельности компании по результатам анализа бондов. Затем Бенджамин Грэм, старожил Уолл-стрит и наставник Уоррена, адаптировал ранние методы анализа облигаций, распространив их на общий анализ ценных бумаг.

Но Грэм, как и никто из его современников, не рассматривал отдельно компании, имеющие долгосрочное конкурентное преимущество. Его интересовало лишь одно: достаточную ли рентабельность имеет компания, чтобы быстро решить те проблемы, которые обрушили биржевую стоимость ее акций. Грэм не стремился владеть долей в компании на протяжении десяти или двадцати лет. Если акции в течение двух лет не выросли, он избавлялся от них. Таким образом, Грэм, в отличие от Уоррена, богатейшего человека в мире, сознательно лишал себя шанса сделать состояние на долгосрочных вложениях.

Уоррен же, начав свою карьеру вместе с Грэмом, открыл потрясающий экономический потенциал компаний, имеющих долгосрочное подавляющее превосходство над конкурентами. Он осознал, что чем дольше вы держите акции одного из таких фантастических предприятий, тем богаче вы становитесь. В то время как Грэм был убежден, что все эти суперкомпании переоценены, Уоррен понял, что необязательно ждать, пока их акции упадут на бирже; даже купленные по справедливой цене, они способны принести будущему владельцу сверхбогатство.

В процессе изучения достоинств владения бизнесом с устойчивым конкурентным преимуществом Уоррен разработал уникальную систему аналитических инструментов по выявлению подобных компаний. Выражаясь языком старой школы Грэма, новый взгляд на вещи позволял ему определять, сможет ли компания выкарабкаться из бедственного положения! Кроме того, методы Уоррена помогали ему понять, будет ли фирма иметь долгосрочное конкурентное преимущество, то есть сделает ли она его когда-нибудь сверхбогатым.

В конце ланча я спросила у Дэвида, считает ли он возможным создание простого, удобного руководства по интерпретации финансовой отчетности компании с использованием уникального набора инструментов, разработанных Уорреном для выявления высокоприбыльных предприятий.

Под таким учебником я донимала откровенную и простую для понимания книгу, которая научила бы инвесторов правильно интерпретировать финансовую отчетность компаний и выбирать в качестве объекта для вложений те из них, которым отдает предпочтение Уоррен. Книгу, которая не только расскажет, что такое балансовый отчет и отчет о результатах хозяйственной деятельности, но и направит инвесторов в правильное русло на поиск компаний с конкурентным преимуществом.

Идея понравилась Дэвиду, и менее чем за месяц мы написали книгу, которую вы держите сейчас в руках. Мы надеемся, что она поможет вам повторить баффетовский прыжок от старомодных расчетных моделей школы Грэма и открыть для себя, как это сделал Уоррен, феноменальную прибыльность компаний с долгосрочным конкурентным преимуществом. Вы сможете отказаться от дорогостоящих услуг посредников с Уолл-стрит и вступить в растущие по всему миру ряды умных инвесторов, которые, следуя по стопам нашего героя, легендарного и успешнейшего инвестора, богатеют не по дням, а по часам.

Мэри Баффет Июль 2008 года

Вы должны понимать финансовую отчетность и ее нюансы. Это язык бизнеса. Он несовершенен, но если вы не приложите усилий для того, чтобы научиться читать и интерпретировать финансовые отчеты, вы никогда не сможете выбрать для себя подходящие ценные бумаги.

Уоррен Баффет

ГЛАВА 1

Два великих открытия, сделавшие Баффета самым богатым человеком в мире

В середине 1960-х годов Уоррен начал переосмысливать инвестиционные стратегии Бенджамина Грэма. В процессе этого он сделал два ошеломляющих открытия в отношении того, какие типы компаний являются наилучшими объектами для инвестиций и принесут наибольшую прибыль. Непосредственным результатом этих открытий стало то, что Баффет изменил грэмовскую стратегию, использовавшуюся им до той поры, и создал свою собственную, какой еще не видел мир.

Предназначение данной книги как раз и состоит в том, чтобы рассказать вам об этих открытиях,
—

1. Как выявить исключительную компанию с устойчивым конкурентным преимуществом?
2. Как оценить компанию с устойчивым конкурентным преимуществом?

— чтобы вы смогли понять, как работает уникальная стратегия Баффета и как он использовал финансовую отчетность для применения ее на практике, что и сделало его самым богатым человеком в мире.

ГЛАВА 2

Типы предприятий, обогатившие Уоррена Баффета

Чтобы разобраться с первым открытием Баффета, мы должны понять природу Уолл-стрит и его важнейших игроков. Уолл-стрит оказывает массу полезных услуг компаниям, однако последние 200 лет он напоминает огромное казино, где игроки в обличье биржевых спекулянтов делают огромные ставки на движение акций.

Некоторые игроки прошлого получили огромные богатства и известность. Это были выдающиеся личности, о которых любит писать финансовая пресса. Среди них Джим Брэди и Бернارد Барух — великие инвесторы своей эпохи.

В наше время институциональные инвесторы — взаимные фонды, хедж-фонды и инвестиционные трастовые компании — вытеснили с рынка крупных спекулянтов прошлого. Институциональные инвесторы преподносят себя массам в качестве высокопрофессиональных посредников, умеющих выбирать нужные акции, представляя свои годовые отчеты как рекламную наживку для недалекой публики, ищущей способы быстро разбогатеть.

Биржевые спекулянты, как правило, пугливы. Они покупают акции, услышав хорошие новости, а при плохих — продают. Если в течение пары месяцев курс акций не движется, они их продают и ищут что-то новое.

У лучших игроков нового поколения есть комплекты компьютерных программ, рассчитывающих скорость роста или падения акций. Если котировки компании достаточно быстро растут,

компьютер их покупает, если достаточно быстро падают — то продает. Это создает множество скачков у тысяч различных индексов.

Для этих компьютерных инвесторов вполне обыденно купить, а на следующий день продать или наоборот. Менеджеры хеджевых фондов так и работают и могут приносить много денег своим клиентам. Но тут есть подвох — потерять клиентских денег они могут не меньше. А когда это происходит, то их клиенты (если у них после этого хоть что-то останется) уходят искать новых инвестиционных менеджеров, чтобы те подобрали для них еще какие-нибудь акции.

Уолл-стрит полон историй о взлетах и падениях популярных и не очень инвестиционных менеджеров.

Эта спекулятивная лихорадка купли-продажи началась очень давно. Одно из величайших покупательских безумий всех времен пришлось на 1920-е годы, когда биржевые индексы были подняты до заоблачных высот. Но они были обрушены в результате краха, наступившего в 1929 году.

В начале 1930-х годов молодой предприимчивый аналитик с Уолл-стрит по имени Бенджамин Грэм заметил, что подавляющее большинство самых популярных инвестиционных менеджеров вообще не думали о долгосрочной экономической перспективе компаний, чьи акции они рьяно продавали и покупали. Их интересовало лишь движение цен на коротких временных промежутках.

Грэм также отметил, что своими безумными спекуляциями эти менеджеры иногда загоняют котировки на немыслимые максимумы или неоправданные минимумы.

Он понял, что моменты, когда акции находятся на неоправданном минимуме, дают фантастические возможности для того, чтобы делать деньги.

Грэм осознал, что если он будет покупать недооцененные активы по ценам намного ниже их истинной перспективной стоимости, то вполне возможно, что рынок вскоре дойдет свою ошибку и поднимет их на должный уровень. Тогда он сможет их выгодно продать. Это открытие стало основой того, что мы сейчас называем стоимостным инвестированием. Грэм был его отцом.

Мы должны понимать, что для Грэма не имело никакого значения, в какого рода бизнес он вкладывает деньги. Для него акция стоила ровно столько, сколько он за нее заплатил. Занявшись стоимостным инвестированием в конце 1930-х годов, он полностью сосредоточился на поиске компаний, которые продавались менее чем за половину стоимости их ликвидных активов. Грэм называл это «купить доллар за 50 центов». У него были и другие стандарты, например платить за компанию не больше суммы ее прибылей за десять лет или продавать акции, как только их стоимость поднялась на 50%. Если за два года цены на акции не выросли на такой процент, он все равно их продавал. Действительно, Грэм мыслил в куда более широкой перспективе, чем спекулянты с Уолл-стрит, но для него по-прежнему не имело значения, каким будет состояние компании через десять лет.

Уоррен Баффет изучал стоимостное инвестирование у Грэма в Колумбийском университете в 1950-х годах, а затем, перед самым уходом Грэма на пенсию, поступил в его фирму на должность аналитика. Там он трудился вместе с известным инвестором Вальтером Шлоссом, который помог молодому коллеге научиться выявлять недооцененные акции, заставляя его читать финансовые отчеты тысяч компаний.

После выхода Грэма в отставку Уоррен вернулся в родную Омаху. Там, вдали от бешеных толп инвесторов на Уолл-стрит, у него было достаточно времени для обдумывания грэмовской методологии. Тогда-то он и обнаружил в учении своего наставника ряд пробелов.

Во-первых, не все недооцененные — по Грэму — компании впоследствии поднимались в цене. Некоторые из них все же ждало банкротство. За выигрышными ходами неизбежно следовали проигрышные, которые портили общую результативность. Грэм пытался защититься от такого развития событий, значительно диверсифицируя свой инвестиционный портфель, в котором временами находились акции сотни, а то и более компаний. Он также избавлялся от всех акций, которые не росли в цене на протяжении двух лет. Но в конце концов, многое из того, что Грэм считал недооцененным, недооцененным так и оставалось.

Уоррен заметил, что некоторые из тех акций, которые они с Грэмом покупали, а затем продавали, придерживаясь правила 50%, год за годом продолжали расти и поднимались намного выше того уровня, на котором он и Грэм от них избавились. Это подобно тому, если бы вы сели в поезд и вышли задолго до нужной вам станции.

Уоррен решил, что может усовершенствовать теории своего наставника, если будет больше внимания уделять экономике суперзвезд бизнеса. Он стал изучать финансовые отчеты этих компаний с точки зрения привлекательности долгосрочных инвестиций.

Баффет понял, что залогом их успеха было доминирующее преимущество над конкурентами, нечто вроде монополии. Это позволяло им больше производить и продавать, получая доход, превосходящий доход их конкурентов.

Он осознал также, что если компания могла сохранять свое конкурентное преимущество на протяжении длительного периода времени, то ее фундаментальная стоимость росла год за годом. Баффет увидел, что есть смысл сохранять такие компании в своем инвестиционном портфеле как можно дольше, поскольку это даст возможность для получения хороших прибылей.

Уоррен также заметил, что если компания обладает устойчивым конкурентным преимуществом, то Уолл-стрит — в лице стоимостных инвесторов или спекулянтов — обязательно обратит внимание на рост фундаментальной стоимости компании, в результате чего ее биржевые котировки неминуемо вырастут. Получается, что инвестиций в компании с долгосрочным конкурентным преимуществом становятся самореализующимся пророчеством.

Кроме того, Уоррен обнаружил еще более чудесную с финансовой точки зрения вещь. Поскольку эти компании опирались на мощный экономический фундамент, не было опасности, что они когда-нибудь обанкротятся. Это означало, что чем ниже спекулянты с Уолл-стрит опустит цену акций, тем меньше вероятность того, что Уоррен потеряет деньги, купив их. Низкая цена также обеспечивала прекрасный потенциал для роста. И чем дольше он держал бы эти акции, тем больше он получил бы прибыль от этих великолепных с экономической точки зрения компаний. Как только фондовый рынок осознает их блестящие перспективы, к Уоррену придут огромные богатства.

Все это перевернуло постулат Уолл-стрит о том, что для большего роста необходимо увеличивать основные риски. Уоррен нашел Священный Грааль инвестиций, нашел способ инвестировать так, чтобы при уменьшении рисков потенциал роста повышался.

Ситуация еще более упрощалась благодаря тому обстоятельству, что Уоррену теперь не надо было ждать, пока Уолл-стрит опустит котировки акций до необоснованно низких уровней. Он может покупать акции этих суперкомпаний по «справедливой» цене и все равно выходить в плюс за счет длительности своих инвестиций. И, что еще лучше, если он никогда не будет продавать эти акции, он сможет откладывать выплаты налога на прирост капитала на отдаленное будущее, реинвестируя их год за годом.

Рассмотрим пример. В 1973 году Баффет вложил 11 миллионов долларов в акции «Washington Post Company», газеты с устойчивым конкурентным преимуществом, и до сих пор держит их у себя. За тридцать пять лет стоимость акций возросла до астрономической суммы в 1,4 миллиарда долларов. Каково — вложить 11 миллионов и превратить их в 1,4 миллиарда! Не так уж плохо, верно? И особенно приятно, что, поскольку Уоррен не продал ни одной акции, он не заплатил ни цента налогов со своих прибылей.

Если бы Грэм сделал аналогичное вложение, то, согласно правилу 50%, он продал бы акции «Washington Post» в 1976 году примерно за 16 миллионов и заплатил бы с прибыли 39% налогов. А модный инвестиционный менеджер с Уолл-стрит поступил бы еще хуже. Он покупал бы эти акции тысячу раз за эти тридцать пять лет, каждый раз продавал их, достигнув роста в 10 или 20%, и всякий раз платил бы налоги. Уоррен же добился великолепных 12 460% рентабельности своих инвестиций, а налогов не заплатил ни гроша.

Уоррен понял, что время — его союзник на пути к сйерхбогатству, если он вкладывает деньги в компанию со значительным конкурентным преимуществом.

ГЛАВА 3

Где Уоррен ищет исключительные компании?

Прежде чем мы начнем искать акции, которые сделают нас богатыми, то есть компании со значительным конкурентным преимуществом, будет лучше, если мы заранее будем знать, где их искать. Баффет обнаружил, что эти суперкомпании базируются на трех бизнес-моделях. Либо они производят уникальные товары, либо предлагают уникальные услуги, либо это дешевые товары или услуги, которые гарантированно востребованы.

Рассмотрим каждую из этих моделей.

Продажа уникальных товаров. Это мир «Coca-Cola», «Pepsi», «Wrigley», «Hershey», «Budweiser», «Coors», «Kraft», «The Washington Post», «Procter & Gamble» и «Philip Morris». Всегда отвечая ожиданиям потребителей и организуя удачные рекламные кампании, эти производители утвердились в наших головах и сразу вспоминаются, когда возникает потребность в продукции, которую они производят. Хотите пожевать жвачку? Вы думаете о «Wrigley». Захотелось холодного пива после жаркого рабочего дня? Вы вспоминаете «Budweiser». Ну и, конечно, всегда «Coca-Cola»!

Уоррен считает, что эти компании как бы владеют кусочком мозга покупателя и им нет нужды менять свою продукцию, которая, как вы сами знаете, и без того хороша. Компания, кроме того, может поднимать цены, когда ей вздумается, а также увеличивать сбыт своей продукции, и все это отражается в финансовой отчетности.

Предложение уникальных услуг. Здесь правят «Moody's Corp.», «H&R Block Inc.», «American Express Co.», «The Service-Master Co.» и «Wells Fargo & Co.». Подобно адвокатам или врачам, эти компании продают людям услуги, в которых они нуждаются и за которые будут платить, но в отличие от адвокатов и врачей, здесь мы имеем дело с большими корпорациями, а не с отдельными людьми. Когда вам нужно составить налоговую декларацию, вы думаете об «H&R Block» как о компании, а не как о конкретном парне, который работает там и выполняет ваше поручение. Когда Уоррен купил акции инвестиционного банка «Salomon Brothers» (в настоящее

время входит в состав «Citigroup»), от которых он впоследствии избавился, то считал, что покупает учреждение. Но когда лучшие работники компании начали из нее уходить вместе с крупнейшими клиентами, он понял, что она слишком зависела от своих служащих. В фирмах, которые чересчур сильно зависят от качества служащих, работники могут предъявлять свои требования и забирать большую часть ее доходов и, таким образом, владельцам и держателям акций остается совсем мало. А это совсем не то, что делает инвестора богатым.

Экономическая сила компании, продающей уникальные услуги, может быть просто феноменальной. Ей не нужно тратить много средств ни на разработку новой продукции, ни на здания, ни на заводы, ни на склады. Фирмы, предлагающие уникальные услуги и владеющие кусочком мозга покупателя, могут приносить даже больше прибылей, чем производители уникальных товаров.

Покупка и продажа дешевых товаров и услуг повседневного спроса. Это «Wal-Mart», «Costco», «Nebraska Furniture Mart», «Borsheirris Jewelers» и «Burlington Northern Santa Fe Railway». Прибыль здесь зависит от объемов. Ключ к успеху — дешево покупать и дешево продавать: это и даст большую прибыль, чем у конкурентов, а также позволит по-прежнему дешево продавать. Если у вас самые низкие цены в городе, то у потребителя не возникнет вопроса, куда идти за покупками. В Омахе, если вам нужна новая плита, вы пойдете в «Nebraska Furniture Mart», ведь там наилучший выбор и более низкие цены. Нуждаетесь в перевозке грузов? Инвестирование в «Burlington Northern Santa Fe Railway» — лучший выбор для вас. Живете в маленьком городе и хотите иметь лучший выбор продуктов по самым низким ценам? Идите в «Wal-Mart».

Это же так просто — продавайте уникальные или дешевые и массовые товары или услуги, и вы в плюсе, год за годом, как будто вы сорвали банк в казино Монте-Карло.

ГЛАВА 4

Стабильность — путь к успеху Уоррена

Уоррен понимает, что долговечность, стабильность конкурентного преимущества компании — это как раз то, что создает богатство. «Coca-Cola» продает один и тот же продукт уже 122 года, и весьма вероятно, что он будет продаваться еще 122 года.

Такая стабильность продукта — источник стабильных прибылей. Если компании не нужно менять свою продукцию, то нет необходимости ни тратить миллионы на исследования и разработку, ни миллиарды на перестройку и переоснащение заводов для выпуска новых моделей. Деньги остаются в «сундуках» компании, а это значит, что не нужно лезть в долги, платить проценты по кредитам, закладывать акции, а потом выкупать их; что прибыли и биржевая стоимость растут, а владельцы становятся все богаче.

Так что, когда Уоррен изучает финансовую отчетность компании, он смотрит на ее стабильность. Стабильно ли высока ее рентабельность? Всегда ли у нее так мало долгов? Всегда ли нет нужды в том, чтобы тратить серьезные суммы на исследования и разработки? Постоянны ли прибыли?

Устойчив ли рост прибылей? Это и есть та стабильность, показываемая в финансовой отчетности, которая даст Уоррену уверенность в долговечности конкурентного преимущества компании.

Финансовая отчетность — это главный источник, из которого Уоррен черпает информацию в отношении надежности и стабильности конкурентного преимущества компании.

ГЛАВА 5

Обзор финансовой отчетности: где скрыто золото

Финансовая отчетность — это те жилы, где Уоррен отыскивает «золото» — компании с устойчивым конкурентным преимуществом. Именно финансовые отчеты сообщают ему, идет ли речь о заурядной компании, которая обречена на более чем скромные финансовые показатели, или о компании, обладающей надежным конкурентным преимуществом, которая сделает любого инвестора богачом.

Финансовая отчетность подразделяется на три основные категории.

Во-первых, есть отчет о прибылях и убытках (или отчет о доходах и расходах), который показывает, сколько денег компания заработала за отчетный период. Бухгалтерии компаний, как правило, публикуют отчеты для акционеров о доходах и расходах за каждый квартал и за весь финансовый год. С помощью отчетов о прибылях и убытках Уоррен определяет такие параметры деятельности компании, как маржа, рентабельность собственного капитала и, самое главное, устойчивость и перспективы изменения прибылей. Все эти факторы необходимы для определения наличия у компании надежного конкурентного преимущества.

Во-вторых, есть балансовый отчет, который показывает, сколько средств имеется на счетах компании в банке и сколько денег она должна. Вычитая сумму задолженности из суммы активов, мы получаем величину чистого капитала. Компания может выдать балансовый отчет по состоянию на любой день года и показать, чем она владеет, какие у нее долги и какова величина чистого собственного капитала на данный момент.

Как правило, компании публикуют балансовые отчеты каждые три месяца (поквартально) и в конце отчетного или финансового года. Уоррен научился пользоваться статьями балансового отчета, такими как «Величина кассового остатка на счетах компании» или «Величина долговременной задолженности», как индикаторами наличия устойчивого конкурентного преимущества.

В-третьих, есть отчет о движении денежных средств (иначе называемый отчетом о денежных потоках), который показывает финансовые притоки и оттоки. Он хорош тем, что позволяет увидеть, сколько компания тратит на улучшение структуры капиталовложений, а также отследить затраты на продажу или выкуп компанией своих облигаций или акций. Отчет о денежных потоках обычно публикуется вместе с другими финансовыми отчетами.

В последующих главах мы подробно исследуем статьи всех трех категорий финансовой отчетности и посмотрим, какими индикаторами пользуется Уоррен, чтобы понять, обладает ли интересующая его компания устойчивым конкурентным преимуществом, которое в долгосрочной перспективе принесет ему новые богатства.

ГЛАВА 6

Куда Уоррен Баффет обращается за финансовой информацией

В наше время интернета существуют десятки источников, где можно легко получить финансовые отчеты компаний. Проще всего это сделать через службы «MSN.com» (moneycentral.msn.com/investor/home.asp) или «Yahoo's Finance» (www.finance.yahoo.com).

Мы пользуемся ими обеими, но на «MSN.com» финансовые отчеты более подробные. Достаточно ввести название компании, и откроется соответствующая страница с финансовой отчетностью. Слева вы обнаружите заголовок «Finance», под которым имеются три гиперссылки, соответствующие трем типам финансовых отчетов. Кроме того, под заголовком «SEC» вы найдете гиперссылку на регистрационные документы данной компании в Комиссии по ценным бумагам и биржевым операциям США (SEC). Все публично торгуемые компании обязаны ежеквартально подавать свои финансовые отчеты в SEC, известные как 8Q. Кроме того, вы найдете документ под названием «10K» — годовой отчет компании, содержащий всю финансовую отчетность за минувший финансовый год. Такие годовые отчеты Уоррен читает уже многие годы, поскольку они, как ничто другое, сообщают только важнейшие цифры без разного рода ненужных подробностей и комментариев, которыми зачастую грешат годовые отчеты, публикуемые для акционеров.

Опытный инвестор может найти все то же самое и гораздо больше на сайте Bloomberg.com — но за деньги. Однако, если вы не занимаетесь куплей-продажей облигаций и валюты, все необходимые сведения для создания портфеля акций вы легко можете найти через бесплатные службы MSN и Yahoo! А получать информацию бесплатно всегда приятнее.

ОТЧЕТ О ПРИБЫЛЯХ И УБЫТКАХ

Вам придется прочитать несметное количество годовых отчетов корпораций и горы финансовой отчетности.

Уоррен Баффет

Некоторые мужчины любят читать «Playboy». Я же читаю годовые отчеты.

Уоррен Баффет

ГЛАВА 7

С чего Уоррен начинает: отчет о прибылях и убытках

Отчет о прибылях и убытках	
(в миллионах долларов)	
Доход	10,000

<u>Себестоимость реализованной продукции</u>	3000
Валовая прибыль	7,000
Операционные расходы	
Коммерческие и общехозяйственные расходы (SGA)	2,100
Затраты на научные исследования и разработки (НИОКР)	1,000
<u>Амортизация</u>	<u>0,700</u>
Операционная прибыль	3,200
Процентные расходы	0,200
Доходы (потери) от продажи активов	1,275
<u>Прочее</u>	<u>0,225</u>
Прибыль до вычета налогов	1,500
<u>Налог на прибыль</u>	<u>0,525</u>
Чистая прибыль	0,975

Поиски «магической» компании с устойчивым конкурентным преимуществом Уоррен всегда начинает с изучения отчета о прибылях и убытках, который сообщает инвесторам о результатах хозяйственной деятельности компании за отчетный период. Как правило, эти отчеты публикуются ежеквартально и в конце года. В отчете о прибылях и убытках всегда указывается период времени, за который произведены расчеты, например, с 1 января по 31 декабря 2007 года.

Отчет о прибылях и убытках состоит из трех основных частей. Сначала указываются доходы, полученные компанией. Потом перечисляются расходы, которые затем вычитаются из доходов, что позволяет узнать величину прибыли (или убытка) компании за отчетный период. Звучит просто? Оно и есть просто.

В былые времена ведущие аналитики рынка ценных бумаг, такие как учитель Уоррена Бенджамин Грэм, фокусировали внимание исключительно на текущих прибылях компании и почти не задумывались о том, насколько долговечны и жизнеспособны те источники, из которых компания черпает свои доходы. Как уже обсуждалось выше, Грэма не заботили фундаментальные экономические основы, он не проводил различий между компаниями, имеющими устойчивое конкурентное преимущество, и компаниями, которые едва сводят концы с концами в условиях жестокой конкуренции. Грэм готов был купить даже акции самой серенькой компании, если они продавались достаточно дешево.

Колоссальный инвестиционный успех Уоррена отчасти объясняется тем, что он разделил мир бизнеса на две категории. В первую категорию он относит компании, обладающие долговременным и устойчивым преимуществом над конкурентами. Именно эти компании способны обогатить любого инвестора, если купить акции по «разумной» цене или ниже реальной стоимости и держать их у себя достаточно долго. Во вторую группу попадают всевозможные заурядные компании, год за годом ведущие борьбу за выживание на конкурентном рынке и не дающие никаких гарантий будущего успеха долгосрочных инвестиций.

Занимаясь поисками наилучших с инвестиционной точки зрения компаний, Уоррен понимал, что отдельные статьи отчета о прибылях и убытках способны показать, обладает ли компания необходимым для обогащения инвесторов качеством устойчивого конкурентного преимущества. И вопрос здесь не только в том, получает компания прибыли или нет. Важно также знать, какова маржа прибыли, сколько компании приходится тратить средств на поддержание своей конкурентоспособности и насколько она полагается на заемный капитал в своей работе. Эти важнейшие факторы он как раз и выуживает из отчетов о прибылях и убытках, пытаясь разобраться в природе экономических успехов или неудач компании. Для Уоррена знать источник прибылей важнее, чем их величину.

В следующих пятидесяти главах мы сосредоточимся на отдельных компонентах финансовой отчетности компаний и постараемся разобраться, что конкретно Уоррен ищет в этой отчетности, какая именно информация подсказывает ему, принесут ли акции той или иной компании огромное богатство, позволяя оставаться в числе самых богатых людей планеты, или грозят его разорить.

ГЛАВА 8

Доход: величина денежных поступлений

Отчет о прибылях и убытках	
(в миллионах долларов)	
→ Доход	10,000
<u>Себестоимость реализованной продукции</u>	<u>3,000</u>
Валовая прибыль	7,000

Первую строчку в отчете о прибылях и убытках всегда занимает величина валового дохода, или выручки. Это количество денег, поступивших на счет компании за рассматриваемый период времени — за квартал или за год. Если мы выпускаем обувь и за год продали ее на 120 миллионов долларов, в нашем годовом отчете о прибылях и убытках будет указана величина дохода, равная 120 миллионам долларов.

Понятно, что даже огромные доходы еще не означают, что компания работает с прибылью. Чтобы узнать чистую прибыль, нужно вычесть из валового дохода компании все ее расходы. Сама по себе величина доходов ни о чем не говорит, пока мы не вычтем из нее расходы и не узнаем величину чистой прибыли.

Бросив взгляд на суммарные доходы компании, Уоррен приступает к долгому и обстоятельному анализу расходов. Ибо знает, что один из великих секретов увеличения прибылей — это сокращение расходов.

ГЛАВА 9

Себестоимость реализованной продукции: с точки зрения Уоррена, чем меньше, тем лучше

Отчет о прибылях и убытках	
(в миллионах долларов)	
Доход	10,000
→ <u>Себестоимость реализованной продукции</u>	<u>3,000</u>
Валовая прибыль	7,000

В отчете о прибылях и убытках сразу под величиной доходов указывается себестоимость реализованной продукции (или себестоимость продаж). Она представляет собой либо стоимость товаров, приобретенных компанией для перепродажи, либо стоимость сырья и трудовых затрат для производства продаваемой компанией продукции. Термин «себестоимость продаж» вместо «себестоимости реализованной продукции» обычно используется в тех случаях, если компания продает не товары, а услуги. По существу, речь идет о взаимозаменяемых понятиях, однако «себестоимость продаж» зачастую толкуется несколько шире. Всегда необходимо точно знать, что именно компания вкладывает в понятие «себестоимость продаж». Это позволяет получить представление о методах ее менеджмента.

Посмотрим, как рассчитывается себестоимость реализованной продукции, на простом примере с компанией, торгующей мебелью. Для начала возьмем стоимость мебели, имевшейся на складах предприятия на начало года. Добавим стоимость мебели, пополнившей складские запасы на протяжении года, а затем вычтем стоимость мебели, оставшейся в конце года. Следовательно, если компания начинала год, имея запас продукции на 10 миллионов долларов, за год приобрела мебели для перепродажи дополнительно на 2 миллиона, а закончила год, имея запасы товара на 7 миллионов, значит, себестоимость продаж компании за год составила 5 миллионов долларов.

Хотя величина себестоимости продаж сама по себе мало говорит нам о наличии у компании устойчивого конкурентного преимущества, она необходима для вычисления валовой прибыли, которая является ключевой характеристикой, позволяющей судить о наличии такого преимущества. Об этом мы поговорим в следующей главе.

ГЛАВА 10

Валовая прибыль и валовая маржа: ключевые цифры, используемые Уорреном при поиске «золотой» компании

Отчет о прибылях и убытках	
(в миллионах долларов)	
→ Доход	10,000

Себестоимость реализованной продукции	3,000
→ Валовая прибыль	7,000

Валовая прибыль 7 000 000 долларов:

Доход 10 000 000 долларов = Маржа валовой прибыли 70%

Теперь, если мы вычтем из общего дохода компании величину себестоимости реализованной продукции, то получим валовую прибыль. Пример: при общем доходе в 10 миллионов долларов и себестоимости проданных товаров в 3 миллиона валовая прибыль составит 7 миллионов долларов.

Валовая прибыль означает, сколько денег остается от валовой выручки после вычета стоимости сырья и трудовых затрат, связанных с производством продукции. В эти затраты (себестоимость) не включены накладные расходы, амортизация и затраты на выплату процентов по долгам.

Сама по себе абсолютная величина валовой прибыли нам мало что говорит, но мы можем использовать ее для расчета маржи валовой прибыли (валовой маржи):

Валовая прибыль: Валовой доход = Валовая маржа

Как уже было сказано, Уоррена интересуют компании с устойчивым конкурентным преимуществом, которое позволяет им на протяжении длительного времени работать с высокой прибылью. И он обнаружил, что компании, имеющие стабильно превосходные фундаментальные экономические характеристики, как правило, стабильно имеют и более высокую валовую маржу.

Давайте посмотрим на валовую маржу компаний, которые, с точки зрения Уоррена, обладают устойчивым конкурентным преимуществом: маржа валовой прибыли компании «Coca-Cola» стабильно превышает 60%; у финансовой компании «Moody's» этот показатель равен 73%; у железнодорожной компании «Burlington Northern Santa Fe Railway» — 61%; а у выпускающей жевательную резинку «Wrigley Co.» — 51%.

Теперь давайте сравним эти цифры с валовой маржой компаний, имеющих в долгосрочной перспективе гораздо худшее экономическое положение. То и дело оказывающаяся на грани банкротства авиакомпания «United Airlines» имеет валовую маржу на уровне 14%; переживающий вечные проблемы автогигант «General Motors» довольствуется скромными 21%; у еще недавно терпевшей сплошные убытки, но вроде бы воспрявшей сталелитейной компании «U.S. Steel» маржа валовой прибыли составляет 17%. Не слишком впечатляет и валовая маржа компании «Goodyear Tire», выпускающей отличные шины для любой погоды, но испытывающей огромное давление со стороны конкурентов, — 20%.

Если обратиться к миру высоких технологий — которого Уоррен сторонится, потому что ничего в высоких технологиях не понимает, — мы увидим, что у «Microsoft» валовая маржа устойчиво держится на уровне 79%, в то время как «Apple» довольствуется куда более скромными 33%. Это свидетельствует, что «Microsoft» более вольготно себя чувствует на рынке операционных систем и программного обеспечения, нежели «Apple» на рынке компьютерного «железа» и услуг.

Высокая маржа валовой прибыли обеспечивается стабильным превосходством компании над конкурентами, поскольку это позволяет ей продавать свои продукты и услуги существенно дороже их себестоимости. Если конкурентного преимущества нет, компания вынуждена снижать цены в конкурентной борьбе, и это, естественно, приводит к снижению маржи прибыли и рентабельности.

В качестве очень общего правила (из которого, разумеется, есть исключения) можно принять, что компании, стабильно показывающие маржу валовой прибыли не менее 40%, обладают той или иной формой конкурентного преимущества. И наоборот, если валовая маржа устойчиво держится ниже 40%, это означает, что компании приводится вести борьбу за выживание в условиях жесткой конкуренции, что сжигает значительную часть прибыли. (Конечно, и тут есть исключения.) Если же маржа стабильно не дотягивает до 20%, обычно это указывает на то, что в данной отрасли конкуренция настолько сильна, что пытаться искать там компании с устойчивым превосходством над другими — безнадежная затея. Вкладывая деньги в такую отрасль, не стоит рассчитывать на долгосрочное обогащение.

Хотя валовая маржа как критерий оценки конкурентоспособности компании не безгрешна, все-таки ее следует учитывать как один из индикаторов возможного наличия или отсутствия стабильного конкурентного преимущества. Уоррен особо подчеркивает важность такого фактора, как «стабильность», поэтому ради пушей верности следует рассмотреть цифры валовой маржи интересующей вас компании за последние десять лет и проследить, есть ли возделенная «стабильность». Уоррен знает, что, когда мы ищем компании с устойчивым конкурентным преимуществом, «стабильность» — это ключ к успеху.

Конечно, существует множество причин, по которым компания, вроде бы имеющая высокую валовую маржу, на самом деле едва сводит концы с концами и ни о каком конкурентном преимуществе даже не помышляет. Проблема может заключаться в больших расходах на разработку новой продукции, высоком уровне общехозяйственных расходов или больших затратах на обслуживание долгов. Любая из перечисленных категорий операционных расходов, если она слишком велика, может свести на нет всю валовую прибыль и подорвать экономические силы предприятия.

ГЛАВА 11

Операционные расходы: на что Уоррен смотрит особенно внимательно

Отчет о прибылях и убытках	
(в миллионах долларов)	
Доход	10,000
<u>Себестоимость реализованной продукции</u>	<u>3000</u>
Валовая прибыль	7,000
→ Операционные расходы	
Коммерческие и общехозяйственные расходы (SGA)	2,100
Затраты на научные исследования и разработки (НИОКР)	1,000
<u>Амортизация</u>	<u>0,700</u>
Операционная прибыль	3,200

За строкой, подытоживающей в отчете о прибылях и убытках доходную часть, следует группа операционных (или текущих) расходов. Речь идет о постоянных расходах, связанных с разработкой новых продуктов, о коммерческих и общехозяйственных расходах, которые компания вынуждена нести, прежде чем произведенные товары дойдут до потребителей, об амортизационных отчислениях, потерях, связанных с реструктуризацией или ослаблением капитала, плюс о всевозможных иных накладных затратах.

Все эти статьи складываются в величину текущих расходов, которая затем вычитается из валовой прибыли, в результате чего мы узнаем, какова операционная прибыль (или убыток) компании. Поскольку все эти статьи расходов имеют отношение к долгосрочной экономической природе бизнеса, давайте посвятим их более пристальному рассмотрению следующие несколько глав, обращая особое внимание на то, что важно для Уоррена.

ГЛАВА 12

Коммерческие и общехозяйственные расходы

Отчет о прибылях и убытках	
(в миллионах долларов)	
Доход	10,000
<u>Себестоимость реализованной продукции</u>	<u>3000</u>
Валовая прибыль	7,000
Операционные расходы	
→ Коммерческие и общехозяйственные расходы (SGA)	2,100
Затраты на научные исследования и разработки (НИОКР)	1,000
<u>Амортизация</u>	<u>0,700</u>
Операционная прибыль	3,200

В графе «Коммерческие и общехозяйственные расходы (SGA)» в отчете о прибылях и убытках компания сообщает о прямых и косвенных затратах на зарплату управленческому персоналу, рекламу, юридические услуги, командировочные, комиссионные и т. п., понесенных за отчетный период.

В таких крупных компаниях, как «Coca-Cola», эти расходы могут исчисляться миллиардами долларов и самым серьезным образом сказываться на конечных финансовых показателях. На разных предприятиях доля SGA-расходов в объеме валовой прибыли может варьироваться очень сильно. Это относится даже к компаниям с устойчивым конкурентным преимуществом. Например, в «Coca-Cola» коммерческие и общехозяйственные расходы стабильно держатся в районе 59% от величины валовой прибыли. Компания «Moody's» устойчиво тратит на эти цели

около 25% валовой прибыли, а «Procter & Gamble» — порядка 61%. Опять же, ключевое слово здесь — «стабильность».

У компаний, не обладающих устойчивым конкурентным преимуществом, доля коммерческих и общехозяйственных расходов в общем объеме прибыли год от года может резко колебаться, отражая жестокую конкурентную борьбу. Например, у GM эта доля за последние пять лет варьировалась в диапазоне от 28 до 83%, а «Ford» тратил на эти цели от 89 до 780% валовой прибыли. Последняя цифра указывает на то, что компания терпела огромные убытки. Дело в том, что при падении объемов продаж валовая прибыль резко сокращается, но SGA-расходы в абсолютном выражении остаются те же. И если компании не удастся достаточно быстро сократить эту статью расходов, получается, что она проедает значительно больше, чем зарабатывает.

Если вы ищете компанию с устойчивым конкурентным преимуществом; то чем ниже доля SGA-расходов в объеме валовой прибыли компании, тем лучше. Еще лучше, если предприятию удастся удерживать эту долю устойчиво низкой. В мире бизнеса доля SGA-расходов в объеме валовой прибыли менее 30% считается фантастической. Однако очень многие фирмы, обладающие стабильным превосходством над конкурентами, имеют долю SGA-расходов в диапазоне от 30 до 80%. Но если вам встречается компания, раз за разом отчитывающаяся об SGA-расходах, близких к 100% валовой прибыли, вероятно, она вынуждена работать в условиях жестокой конкуренции, где устойчивое конкурентное преимущество почти недостижимо.

Есть также компании, имеющие сравнительно низкие коммерческие и общехозяйственные расходы, но обреченные на посредственные результаты из-за очень высоких расходов на исследования и разработки. Однако если «Intel», например, вдруг перестанет тратить огромные средства на научные разработки, ее нынешняя линейка продуктов устареет в течение десяти лет, и компания останется не у дел.

В компании «Goodyear» коммерческие и общехозяйственные расходы составляют 72% валовой прибыли, но большие капитальные затраты и процентные расходы, связанные с обслуживанием долгов, направляемых на финансирование капитальных затрат, тянут этого производителя шин в «красную» зону всякий раз, когда в экономике наступает рецессия. Но если «Goodyear» перестанет брать деньги в долг на эти капитальные затраты, ей не удастся долгое время сохранять конкурентоспособность.

Уоррен понял, что от компаний с устойчиво высокой долей коммерческих и общехозяйственных расходов следует держаться подальше. Он также знает, что даже если эта статья расходов сравнительно невелика, экономическое положение бизнеса может страдать от слишком высоких расходов на научные разработки, больших капитальных затрат и/или тяжелого долгового бремени. Баффет избегает таких предприятий, по каким бы привлекательным Ценам ни продавались их акции, потому что понимает, что экономический фундамент этих компаний настолько слаб, что, даже купив их по дешевке, на большую прибыль рассчитывать не приходится.

ГЛАВА 13

Расходы на исследования и разработки: почему Уоррен не любит их

Отчет о прибылях и убытках

(в миллионах долларов)	
Доход	10,000
<u>Себестоимость реализованной продукции</u>	<u>3000</u>
→ Валовая прибыль	7,000
Операционные расходы	
Коммерческие и общехозяйственные расходы (SGA)	2,100
→ Затраты на научные исследования и разработки (НИОКР)	1,000
<u>Амортизация</u>	<u>0,700</u>
Операционная прибыль	3,200

Это важный вопрос в поиске компаний с устойчивым конкурентным преимуществом. Довольно часто такое превосходство обеспечивается наличием у компании патента или какими-то технологическими преимуществами перед конкурентами. Если конкурентное преимущество основывается на наличии патента, как это часто имеет место на фармацевтическом рынке, срок действия патента рано или поздно истекает, и конкурентное преимущество компании утрачивается.

Если конкурентное преимущество является результатом каких-то технологических прорывов, всегда существует угроза, что на смену им придут еще более передовые технологии. Вот почему «Microsoft» так боится технологических достижений «Google». Сегодняшнее конкурентное преимущество завтра может оказаться безнадежным отставанием.

Это принуждает компании не только тратить огромные средства на научные исследования и опытно-конструкторские разработки (НИОКР), но и все время изменять программы маркетинга и рекламы, чтобы они соответствовали постоянно обновляемому ассортименту продукции, а это означает рост коммерческих и общехозяйственных затрат. Судите сами: «Merck» вынуждена тратить 29% валовой прибыли на НИОКР и 49% на коммерческие и общехозяйственные нужды, что в сумме поглощает 78% валовой прибыли. Более того, если компания регулярно не будет выпускать на рынок новые лекарства, то, как только истекут сроки действия патентов, конкурентное преимущество будет утрачено.

«Intel», будучи лидером в своей стремительно развивающейся отрасли, вынуждена тратить на НИОКР примерно 30% валовой прибыли. Ведь если она не будет этого делать, ее конкурентное преимущество улетучится в считанные годы.

Компания «Moody's», оказывающая финансовые услуги, давно ходит у Уоррена в фаворитах, и не без причины. Расходов на исследования и разработки у фирмы нет никаких, а SGA-затраты составляют лишь 25% валовой прибыли. «Coca-Cola» на НИОКР тоже не тратится, и хотя ей приходится расходовать очень много средств на рекламу, SGA-затраты составляют не более 59% валовой прибыли. Имея дело с «Moody's» и «Coca-Cola», Уоррену не приходится не спать ночами, думая о сроках истечения патентов или о способности компании сохранить лидерство в технологической гонке.

Короче говоря, правило у Уоррена такое: компании, которым приходится тратить много средств на НИОКР, имеют определенные пороки в своем конкурентном преимуществе, которые подвергают риску их долгосрочное экономическое будущее.

Следовательно, гарантий долгосрочного инвестиционного успеха такие компании не дают, и поэтому Уоррена они не интересуют.

ГЛАВА 14

Амортизация: расходы, которые нельзя игнорировать

Отчет о прибылях и убытках	
(в миллионах долларов)	
Доход	10,000
<u>Себестоимость реализованной продукции</u>	<u>3000</u>
→ Валовая прибыль	7,000
Операционные расходы	
Коммерческие и общехозяйственные расходы (SGA)	2,100
Затраты на научные исследования и разработки (НИОКР)	1,000
→ <u>Амортизация</u>	<u>0,700</u>
Операционная прибыль	3,200

Любое производственное оборудование и здания со временем изнашиваются, и этот износ указывается в отчете о прибылях и убытках в форме амортизационных отчислений. Уменьшение стоимости производственных мощностей за отчетный год фактически приравнивается к расходам, вычитаемым из валовой прибыли. Это имеет смысл. Ведь с полным на то основанием можно сказать, что изношенная часть активов была использована, затрачена для получения компанией доходов в отчетном году.

Представим, к примеру, что типография XYZ приобрела новый печатный станок стоимостью в миллион долларов, срок службы которого десять лет. Поскольку срок этот немалый, налоговое управление не позволяет компании отнести весь миллион затрат на покупку станка на тот год, когда он был приобретен. Стоимость станка необходимо разбросать на все десять лет его службы. Если станок стоимостью миллион долларов служит десять лет, значит, каждый год компания должна относить на счет амортизации 100 тысяч долларов. Амортизационные отчисления — это реальные расходы, поскольку рано или поздно станок выйдет из строя и его придется заменить.

Покупка печатного станка находит в балансовом отчете следующее отражение: счет наличных средств уменьшается на миллион долларов, и в то же время на миллион возрастает стоимость основного капитала (оборудования). Затем на протяжении следующих десяти лет ежегодные

амортизационные отчисления в размере 100 тысяч долларов в отчете о прибылях и убытках будут относиться на счет расходов. В балансовом отчете эти 100 тысяч долларов будут ежегодно списываться со С4ef а «Материальные активы» и добавляться на счет «Амортизация», относящийся к разделу обязательств. Что касается отчета о движении денежных средств, то там будет прямо указан отток миллиона долларов по статье «Капитальные затраты». Но в отчете о прибылях и убытках — мы хотим еще раз это подчеркнуть — затраты на покупку станка стоимостью миллион долларов будут отнесены не на тот год, когда станок был приобретен, а разбрасываются равными долями по 100 тысяч долларов на все десять лет службы станка.

Финансисты с Уолл-стрит придумали ловкий трюк. Дело в том, что, когда станок куплен и оплачен, ежегодные амортизационные отчисления в размере 100 тысяч долларов не сопряжены с реальными денежными тратами, но позволяют уменьшать прибыль, о которой компания отчитывается перед налоговым управлением. Другими словами, на протяжении десяти лет компания XYZ показывает в своей финансовой отчетности затраты, которые существуют только на бумаге, поскольку реальным движением денег не сопровождаются, что позволяет финансистам с Уолл-стрит добавлять эти самые 100 тысяч долларов на счет прибылей компании. Смысл этого в том, что чем больше прибыли имеет компания, тем большую долговую нагрузку она может на себя брать, что очень важно, когда речь заходит о таких прибыльных финансовых операциях, как LBO (выкуп собственных акций или акций другой частной компании за счет заемных средств). На Уолл-стрит придумали даже специальный акроним для такого перерасчета прибыли: EBITDA, что значит «прибыль до вычета процентов, налогов и амортизации».

По мнению Уоррена, используя EBITDA, умники с Уолл-стрит игнорируют тот факт, что станок со временем придет в негодность и компании придется искать миллион долларов для покупки нового станка. Но если компания через LBO и без того влезла в долги, то у нее может не найтись лишнего миллиона.

Уоррен рассматривает амортизацию как совершенно реальные расходы, которые всегда нужно включать в расчет прибыли. В противном случае мы обманываем сами себя, полагая, что предприятие зарабатывает больше, чем это есть на самом деле. А на заблуждениях не разбогатеешь.

Уоррен обнаружил, что у компаний, обладающих устойчивым конкурентным преимуществом, амортизационные отчисления относительно валовой прибыли, как правило, меньше, чем у компаний, вынужденных вести ожесточенную конкурентную борьбу. Например, в «Coca-Cola» амортизация устойчиво держится на уровне 6% от объема валовой прибыли. У «Wrigley's» доля этих расходов тоже невелика — около 7%. Давний фаворит Уоррена — «Procter & Gamble» — имеет амортизацию на уровне 8%. Сравните эти цифры с корпорацией GM, которой приходится работать в условиях сильнейшей конкуренции и в весьма капиталоемкой отрасли. Расходы на амортизацию у нее колеблются в пределах от 22 до 57% валовой прибыли.

Поскольку амортизация, как и любые другие затраты, «съедает» прибыль, то, по мнению Уоррена, меньше значит лучше, поскольку в плане доходности работы это приводит к увеличению итоговых результатов.

ГЛАВА 15

Процентные расходы: то, чего Уоррен сторонится

Отчет о прибылях и убытках

(в миллионах долларов)

Доход	10,000
<u>Себестоимость реализованной продукции</u>	<u>3000</u>
→ Валовая прибыль	7,000
Операционные расходы	
Коммерческие и общехозяйственные расходы (SGA)	2,100
Затраты на научные исследования и разработки (НИОКР)	1,000
<u>Амортизация</u>	<u>0,700</u>
Операционная прибыль	3,200
→ Процентные расходы	0,200

Процентные расходы — это ежеквартальная или ежегодная плата за долги, имеющиеся на балансе предприятия (и указываемые в балансовом отчете как обязательства). Хотя есть примеры того, что компания на процентах больше зарабатывает, чем платит (типичный пример тому — банки), однако у большинства производственных и торговых предприятий ситуация противоположная.

Эти затраты относятся к числу финансовых, а не операционных и выделяются в отдельную категорию, поскольку никак не связаны с производственными или торговыми процессами. Величина выплачиваемых процентов отражает сумму долгов, накопившихся на балансе компании. Чем больше задолженность, тем больше процентные расходы.

Компании с высокими относительно операционной прибыли процентными расходами можно разделить на две категории: компании, работающие в чрезвычайно конкурентных отраслях, где для поддержания конкурентоспособности требуются значительные капитальные затраты, и компании с превосходным экономическим положением, влезшие в долги в результате LBO.

Уоррен обнаружил, что компании, отличающиеся стабильным конкурентным преимуществом, зачастую почти не имеют долгов и потому избавлены от необходимости выплачивать проценты. Процентные расходы «Procter & Gamble», издавна пользующейся мощным конкурентным преимуществом, составляют лишь 8% операционной прибыли, а у «Wrigley Co.» — 7%. Сравните эти компании с «Goodyear», работающей в чрезвычайно конкурентной и капиталоемкой отрасли, у которой затраты на оплату процентов составляют 49% операционной прибыли.

Даже в условиях жесткой конкуренции, которая царит, например, на рынке авиаперевозок, по величине процентных расходов можно в некоторой степени судить о наличии конкурентного превосходства. Стабильно прибыльная «Southwest Airlines» расходует на обслуживание долгов лишь 9% операционной прибыли, в то время как то и дело оказывающаяся на грани банкротства «United Airlines» тратит на оплату процентов по долгам 61% операционной прибыли. Еще выше эти расходы у другого неудачливого конкурента «Southwest», компании «American Airlines», — 92% от величины операционной прибыли.

Как правило, любимые Уорреном компании с надежным конкурентным преимуществом, работающие на рынке потребительских товаров, расходуют на оплату процентов по долгам не более 15% операционной прибыли. Но имейте в виду, что сравнивать компании, относящиеся к разным отраслям экономики, не совсем корректно. Например, в банке «Wells Fargo», в котором Уоррену принадлежат 14% акций, затраты на оплату процентов достигают 30% операционной прибыли. Это как будто бы много по сравнению, скажем, с компанией «Coca-Cola», но если сравнивать с другими крупнейшими банками, то у «Wells Fargo» этот показатель самый низкий и самый привлекательный. Не случайно «Wells Fargo» является единственным банком, имеющим рейтинг AAA согласно классификации «Standard & Poor's».

Доля процентных расходов в операционной прибыли может также многое сообщить о степени экономического риска, которому подвергается компания. Возьмем для примера инвестиционные банки, которые в среднем расходуют на оплату процентов около 70% операционной прибыли. От внимательного глаза наверняка не ускользнул тот факт, что в 2006 году фирма «Bear Stearns» сообщила о величине процентных расходов на уровне 70%, но уже к ноябрю 2007 года величина процентных расходов подскочила до 230%. Это означает, что для покрытия разности компании пришлось использовать деньги своих акционеров. В том бизнесе, каким занимается «Bear Stearns», это равносильно катастрофе. К марту 2008 года некогда могущественная «Bear Stearns», акции которой годом ранее котировались по 170 долларов, была вынуждена слиться с «JP Morgan Chase & Co.» по цене всего лишь 10 долларов за акцию.

Правило здесь действительно простое: в любой экономической отрасли наименьшие процентные расходы относительно величины операционной прибыли несут компании с устойчивым конкурентным преимуществом. И инвестиции только в такие компании могут гарантировать вам обогащение в долгосрочной перспективе.

ГЛАВА 16

Доходы (или потери) от продажи активов

Отчет о прибылях и убытках	
(в миллионах долларов)	
Операционные расходы	
Коммерческие и общехозяйственные расходы (SGA)	2,100
Затраты на научные исследования и разработки (НИОКР)	1,000
<u>Амортизация</u>	<u>0,700</u>
Операционная прибыль	3,200
Процентные расходы	0,200
→ Доходы (потери) от продажи активов	1,275
→ Иное	0,225

Когда компания продает активы (помимо товарно-материальных запасов), прибыль (или убыток) от этой продажи (то есть разность между вырученными средствами и балансовой стоимостью этих активов) указывается в соответствующей статье отчета о прибылях и убытках. Если принадлежащее компании здание, купленное в свое время за миллион долларов, но обесценившееся в результате амортизации до 500 тысяч долларов, будет продано за 800 тысяч долларов, компания запишет в свой отчет о прибылях и убытках доход в размере 300 тысяч долларов. А если здание будет продано за 400 тысяч, компания запишет убыток в размере 100 тысяч долларов.

То же самое касается статьи «Иное». Речь идет о нетипичных и нечастых доходах и расходах, которые вписываются в отчет о прибылях и убытках в виде итоговой суммы. Этими нестандартными источниками доходов могут быть продажа капитальных активов типа заводов, недвижимости, оборудования. Кроме того, в категорию «иное» могут включаться лицензионные соглашения и доходы от продажи патентов, если эти доходы (или расходы) выходят за рамки обычного бизнеса.

В некоторых случаях эти эпизодические доходы могут существенно улучшить итоговые результаты деятельности компании. Но поскольку речь идет об эпизодических, случайных, непредсказуемых доходах, то, по мнению Уоррена, их не следует включать в расчет чистой прибыли компании, если ваша цель — определить, обладает ли компания устойчивым конкурентным преимуществом.

ГЛАВА 17

Прибыль до вычета налогов: цифра, которой пользуется Уоррен

Отчет о прибылях и убытках	
(в миллионах долларов)	
Операционные расходы	
Коммерческие и общехозяйственные расходы (SGA)	2,100
Затраты на научные исследования и разработки (НИОКР)	1,000
<u>Амортизация</u>	<u>0,700</u>
Операционная прибыль	3,200
Процентные расходы	0,200
Доходы (потери) от продажи активов	1,275
<u>Иное</u>	<u>0,225</u>
→ Прибыль до вычета налогов	1,500

Доналоговая прибыль — это прибыль, которая достается компании после вычета всех расходов, но до вычета налогов. Именно этой цифрой пользуется Уоррен, когда вычисляет отдачу, получаемую им при покупке предприятия или приобретении акций компании на открытом рынке.

Если не считать инвестиции, освобожденные от налогообложения, рентабельность любых финансовых вложений рассчитывается на доналоговой основе. И поскольку между инвестициями существует ожесточенная конкуренция, их легче сравнивать при равных условиях.

Когда Уоррен купил освобожденные от налогов облигации «Washington Public Power Supply System» (WPPSS) на сумму 139 миллионов долларов, которые приносили ему не облагаемый налогами ежегодный доход в размере 22 миллионов, он посчитал, что не облагаемые налогом 22 миллиона равносильны 45 миллионам доналоговой прибыли. Такой подход позволял ему рассматривать приобретение облигаций WPPSS как покупку бизнеса с 50-процентной скидкой относительно той стоимости, по которой продавались другие предприятия со схожими фундаментальными экономическими параметрами.

Уоррен всегда рассматривает прибыли до вычета налогов. Это позволяет ему сравнивать интересующие его предприятия с другими инвестиционными возможностями. Одним из краеугольных камней его инвестиционной философии является взгляд на акции компании как на «акции-облигации» с растущим купонным доходом. Теорию «акций-облигаций» мы подробнее рассмотрим ближе к концу этой книги.

ГЛАВА 18

Налог на прибыль: как Уоррен узнает, кто говорит правду

Отчет о прибылях и убытках	
(в миллионах долларов)	
Операционные расходы	
Коммерческие и общехозяйственные расходы (SGA)	2,100
Затраты на научные исследования и разработки (НИОКР)	1,000
<u>Амортизация</u>	<u>0,700</u>
Операционная прибыль	3,200
Процентные расходы	0,200
Доходы (потери) от продажи активов	1,275
<u>Иное</u>	<u>0,225</u>
Прибыль до вычета налогов	1,500
→ Налог на прибыль	0,525

Как и любой налогоплательщик, американские корпорации должны платить со своих прибылей налоги. В современной Америке налог на прибыль корпораций составляет примерно 35%. Выплаченная сумма налогов вносится в отчет о прибылях и убытках под соответствующим заголовком.

В этой сумме выплаченных налогов нас интересует то, что по ней можно судить об истинной доналоговой прибыли. Нередко случается так, что компании публично завышают свои прибыли. (Ужас, правда?) Один из способов проверить, говорят ли они правду, — посмотреть на документы, которые подаются в SEC, и узнать величину заплаченного налога с прибыли. Возьмите цифру, которая декларируется в отчете о прибылях и убытках как прибыль до вычета налогов, и уменьшите ее на 35%. Если получившееся число не совпадает с той цифрой, которая указана в качестве чистой прибыли, вы вправе задаться вопросом, почему это так.

Многолетний опыт научил Уоррена, что компании, которые пускаются во все тяжкие, чтобы обмануть налоговое управление, также склонны обманывать и акционеров. Дополнительным плюсом компаний с конкурентным преимуществом является то, что они зарабатывают так много, что им нет нужды втирать очки, чтобы выглядеть получше в глазах акционеров.

ГЛАВА 19

Чистая прибыль: на что смотрит Уоррен

Отчет о прибылях и убытках	
(в миллионах долларов)	
Операционные расходы	
Коммерческие и общехозяйственные расходы (SGA)	2,100
Затраты на научные исследования и разработки (НИОКР)	1,000
<u>Амортизация</u>	<u>0,700</u>
Операционная прибыль	3,200
Процентные расходы	0,200
Доходы (потери) от продажи активов	1,275
<u>Иное</u>	<u>0,225</u>
Прибыль до вычета налогов	1,500
Налог на прибыль	0,525
→ Чистая прибыль	0,975

После вычета из валового дохода компании всех расходов и налогов мы получаем чистую прибыль. Эта цифра показывает, сколько денег остается у компании после уплаты налога на прибыль. Некоторые обстоятельства, связанные с величиной чистой прибыли, позволяют Уоррену определить, обладает ли интересующая его компания устойчивым конкурентным преимуществом.

Прежде всего Уоррен смотрит на чистую прибыль в исторической перспективе — есть ли устойчиво восходящий тренд. Величина чистой прибыли за один конкретный год Аля Уоррена смысла не имеет. Его интересуют стабильность прибылей и тенденция к их росту — ведь оба эти фактора ассоциируются с «устойчивостью» конкурентного преимущества. Уоррен не требует, чтобы путь вверх был гладким, но чтобы в исторической перспективе он все-таки был.

Но внимание. В результате программы выкупа акций может получиться так, что исторический тренд изменения чистой прибыли не совпадает с трендом изменения прибыли в расчете на одну акцию. Когда компания выкупает собственные акции, их число в обращении уменьшается, и это автоматически влечет рост величины прибыли на акцию, которая определяется путем деления суммы чистой прибыли, полученной компанией, на общее количество акций. Поэтому даже если сама прибыль не выросла, в расчете на одну акцию она увеличивается за счет уменьшения количества акций. В крайних случаях программа выкупа акций может приводить к тому, что прибыль на акцию растет, в то время как общая сумма чистой прибыли год от года сокращается.

Хотя большинство финансовых аналитиков фокусируют внимание на величине прибылей в расчете на акцию, Уоррен же следит, что реально происходит с прибылями компании.

Опыт научил его тому, что компании с устойчивым конкурентным преимуществом имеют более высокую чистую прибыль относительно валового дохода, чем их конкуренты. Уоррен говорил, что если бы ему пришлось выбирать между компанией, получающей 2 миллиарда долларов чистой прибыли при выручке 10 миллиардов, и компанией, получающей 5 миллиардов долларов чистой прибыли при выручке 100 миллиардов, он отдал бы предпочтение первой компании. Дело в том, что 2 миллиарда прибыли составляют 20% от 10 миллиардов выручки, в то время как 5 миллиардов прибыли при 100 миллиардах выручки — это только 5%.

Таким образом, хотя сама по себе величина чистой прибыли мало что говорит нам об экономической устойчивости предприятия, ее отношение к валовой выручке позволяет сравнить экономические успехи компании с ее конкурентами.

Чистая прибыль такого фантастического предприятия, как «Coca-Cola», составляет 21% валового дохода. У «Moody's» этот показатель еще выше — 31%. В обоих случаях речь идет о компаниях с явным конкурентным преимуществом. С другой стороны, чистая прибыль авиакомпании «Southwest Airlines» составляет скромные 7% валового дохода, что является отражением жесточайшей конкуренции на рынке авиаперевозок, где ни одна компания не способна долгое время обладать конкурентным превосходством над другими. В еще большей мере это относится к «General Motors», у которой даже в лучшие годы (когда она не работает в убыток) доля чистой прибыли в валовом доходе не превышает 3%, что неудивительно, если вспомнить, какая жестокая конкуренция в автомобилестроительной отрасли.

Существует простое правило (из которого, конечно же, есть исключения): если компания в исторической перспективе показывает чистую прибыль в размере не менее 20% валового дохода, велика вероятность, что мы имеем дело с какого-то рода долгосрочным конкурентным преимуществом. С другой стороны, если чистая прибыль компании устойчиво держится ниже 10% валового дохода, с большой вероятностью можно говорить, что условия конкуренции в отрасли таковы, что достижение устойчивого конкурентного преимущества там вообще невозможно. Есть, правда, еще огромная «серая» зона в пределах 10—20% от валовой выручки, где полным-полно

компаний-«месторождений», которые уже дозрели до разработки инвестиционного золота, но еще не открыты.

Важным исключением из этого общего правила являются банки и финансовые компании, где аномально высокая чистая прибыль относительно валового дохода обычно свидетельствует о проколах в работе отдела риск-менеджмента. Хотя эти цифры выглядят привлекательными и заманчивыми, чаще всего они указывают лишь на то, что банк в погоне за легкими деньгами позволяет себе излишне рисковать, что в банковском бизнесе обычно заканчивается весьма плачевно в долгосрочной перспективе. Быстрые деньги ценой будущего краха — это не путь к богатству.

ГЛАВА 20

Прибыль на акцию: как Уоррен отличает победителей от проигравших

Прибыль на акцию — очень важная цифра в мире бизнеса, потому что, как правило, чем больше прибыль компании в расчете на акцию, тем выше рыночная стоимость акций. Чтобы получить величину прибыли на акцию, надо взять сумму чистой прибыли компании за отчетный период и разделить ее на число находящихся в обращении акций. Пример: если чистая прибыль компании за год составила 10 миллионов долларов и в обращении находится миллион акций, то годовая прибыль на акцию составит 10 долларов.

Хотя по величине прибыли на акцию за один год невозможно понять, обладает ли компания устойчивым конкурентным преимуществом, рассмотрение динамики изменения этих цифр за десятилетний период может дать очень четкое представление о конкурентоспособности компании. Рассматривая цифры прибылей на акцию за десять лет, Уоррен хочет видеть в них стабильность и восходящий тренд.

Что-нибудь в таком роде:

Год	Доллары
2008	2,95
2007	2,68
2006	2,37
2005	2,17
2004	2,06
2003	1,95
2002	1,65
2001	1,60
2000	1,48
1999	1,30

1998 1,42

Приведенный пример показывает, что прибыли компании в долгосрочной перспективе неуклонно возрастают — превосходный признак наличия той или иной формы долгосрочного конкурентного преимущества. Стабильность прибылей обычно сигнализирует о том, что компания выпускает продукцию, которая не нуждается в дорогостоящем обновлении. Тенденция же к росту прибылей свидетельствует о том, что экономическое положение компании является достаточно прочным, чтобы направить излишки прибыли на расширение занимаемой доли рынка или на выгодные финансовые операции вроде выкупа собственных акций.

Компаний же, чья прибыль подвержена сильным колебаниям, Уоррен предпочитает избегать:

Год	Доллары
2008	2,5
2007	(0,45) убыток
2006	3,89
2005	(6,05) убыток
2004	6,39
2003	5,03
2002	3,35
2001	1,77
2000	6,68
1999	8,53
1998	5,24

В данном примере наблюдается нисходящий тренд, прерываемый убыточными годами, что свидетельствует о жесточайшей конкуренции и чередовании бумов и спадов в той отрасли, к которой относится компания. Бум возникает тогда, когда спрос превышает предложение. Чтобы удовлетворить повышенный спрос, компания наращивает производство, что, в свою очередь, ведет к росту расходов, а потом и к избытку предложения. Избыток предложения вызывает обвал цен, и компания оказывается в убытке, пока не наступает пора очередного бума. В таких условиях существуют тысячи компаний, и дикие скачки котировок акций, вызываемые случайными колебаниями прибылей, создают иллюзию благоприятных условий покупки для традиционных стоимостных инвесторов. Но в реальности они покупают долгий и медлительный дрейф по инвестиционным волнам, который неизвестно куда приведет.

БАЛАНСОВЫЙ ОТЧЕТ

Имея дело с большим количеством предприятий и людей, вы обязательно обнаружите интересный факт, о котором мало кто задумывается: жизнь норовит ударить вас по самому

слабому месту. Мой опыт свидетельствует о том, что самым слабым местом людей и компаний является злоупотребление алкоголем и кредитами.

Уоррен Баффет

ГЛАВА 21

Балансовый отчет в целом

Когда Уоррен пытается определить, обладает ли компания устойчивым конкурентным преимуществом, прежде всего он смотрит на то, сколько у нее активов — денег и собственности — и сколько долгов перед поставщиками, банками и держателями корпоративных облигаций. Обо всем этом рассказывает балансый отчет.

В отличие от отчета о прибылях и убытках, балансый отчет составляется на определенную дату. Нет такого понятия, как балансый отчет за год или за квартал. Он может быть составлен на любой день года, но именно на какой-то конкретный день. Как правило, бухгалтерия компании составляет балансый отчет по состоянию на конец каждого фискального квартала. Можно представить это как моментальный снимок финансового состояния компании на ту конкретную дату, к которой относится отчет.

Сам отчет делится на две части. Первая посвящена активам, которые могут быть весьма разнообразны и включать в себя наличные денежные средства, дебиторскую задолженность, товарно-материальные запасы, здания, оборудование и прочие средства производства.

Вторая часть отчета описывает обязательства компании и акционерный капитал.

Обязательства делятся на две основные категории: текущие и долгосрочные. Под текущими обязательствами понимаются долги, которые должны быть возвращены в течение года. Долгосрочные обязательства требуют погашения через год или более и могут включать в себя кредиты, предоставленные поставщиками, задолженность по налогам, банковские займы и долги по облигациям.

В поиске компаний с устойчивым конкурентным преимуществом Уоррен смотрит на некоторые нюансы в каждой категории активов и обязательств, с которыми мы познакомимся в следующих главах.

Если вычесть сумму всех обязательств компании из суммы всех ее активов, мы получим ее чистую стоимость, равную величине собственного, или акционерного, капитала. Пример: если компания имеет активов на 100 тысяч долларов, а обязательств — на 25 тысяч, тогда собственный капитал равняется 75 тысячам долларов. Но если при тех же 100 тысячах долларов активов сумма обязательств равна 175 тысячам долларов, мы получим отрицательную величину акционерного капитала — минус 75 тысяч долларов.

Активы — Обязательства = Собственный, или акционерный, капитал

Ну а теперь давайте посмотрим, на что именно в балансовом отчете смотрит Уоррен, когда пытается определить, обладает ли интересующая его компания стабильным превосходством над конкурентами.

Балансовый отчет (в миллионах долларов)			
Активы		Обязательства	
Денежные и краткосрочные инвестиции	4,208	Счета к оплате (кредиторская задолженность)	1,380
Товарно-материальные запасы	2,220	Накопленные расходы	5,535
Общая дебиторская задолженность, чистая	3,317	Краткосрочные долги	5,919
Авансовые расходы	2,260	Долгосрочные долги с наступившим сроком оплаты	0,133
<u>Другие текущие активы, всего</u>	<u>0</u>	<u>Другие текущие обязательства</u>	<u>0,258</u>
Всего текущих активов	12,005	Всего текущих обязательств	13,225
Здания, оборудование, средства производства	8,493	Долгосрочные долги	3,277
Гудвилл, чистый	4,246	Отложенный налог на прибыль	1,890
Нематериальные активы, чистые	7,863	Миноритарные пакеты	0
Долгосрочные инвестиции	7,777	<u>Другие обязательства</u>	<u>3,133</u>
Другие долгосрочные активы	2,675	Всего обязательств	21,525
<u>Другие активы</u>	<u>0</u>	Акционерный капитал	
Всего активов	43,059	Привилегированные акции	0
		Обыкновенные акции	0,880
		Эмиссионный доход	7,378
		Нераспределенная прибыль	36,235
		Казначейские акции	-23,375
		<u>Иной капитал</u>	<u>0,626</u>
		Общий акционерный капитал	21,744
		Всего обязательств и акционерный капитал	43,269

ГЛАВА 22

Активы

Балансовый отчет/Активы	
(в миллионах долларов)	
Денежные и краткосрочные инвестиции	4,208
Товарно-материальные запасы	2,220
Общая дебиторская задолженность, чистая	3,317
Авансовые расходы	2,260
<u>Другие текущие активы, всего</u>	<u>0</u>
Всего текущих активов	12,005
Здания, оборудование, средства производства	8,493
Гудвилл, чистый	4,246
Нематериальные активы, чистые	7,863
Долгосрочные инвестиции	7,777
Другие долгосрочные активы	2,675
<u>Другие активы</u>	<u>0,975</u>
Всего активов	43,059

Активы — это все то, на чем держится компания: денежные средства, средства производства, патенты и все прочее, из чего создаются богатства. Все это можно обнаружить в балансовом отчете компании в графе «Активы».

Составляя балансовые отчеты, бухгалтеры издавна делят корпоративные активы на две отдельные категории: «текущие» и «все остальные».

Текущие активы складываются из денежных средств и их эквивалентов, краткосрочных инвестиций, чистой дебиторской задолженности, товарно-материальных запасов и множества других статей. Эти активы могут быть (или будут) обналичены в очень короткие сроки (обычно в течение года). Как правило, текущие активы перечисляются в балансовом отчете в порядке их ликвидности (то есть насколько быстро и легко они могут быть превращены в наличные деньги). В силу их высокой ликвидности текущие активы зачастую называют быстро реализуемыми, ликвидными или оборотными. Они легко могут быть обналичены и потрачены на укрепление экономического положения компании, если вдруг возникнут какие-то проблемы или иссякнут иные источники повседневного финансирования (оборотного капитала).

Активы, не относящиеся к числу текущих, называемые также долгосрочными или внеоборотными, не могут быть обналичены в течение года, и в балансовом отчете они проходят отдельной строкой, включая в себя такие статьи, как «Долгосрочные инвестиции», «Здания и оборудование», «Гудвилл», «Нематериальные активы», «Накопленная амортизация», «Отсроченные расходы» и др.

Эти две группы активов, взятые вместе и по отдельным статьям, рассматриваемые как количественно, так и качественно, могут очень многое сообщить Уоррену об экономическом характере интересующего его предприятия и ответить на вопрос, обладает ли компания долгосрочным конкурентным преимуществом, способным озолотить его как инвестора.

Вот почему следующие несколько глав мы намерены посвятить обсуждению отдельных категорий активов и выяснить, как Уоррен с их помощью определяет наличие устойчивого конкурентного преимущества.

Поэтому давайте обратимся к конкретным категориям и узнаем, каким образом они по отдельности и сообща помогают обнаружить у компании стабильное превосходство над конкурирующими предприятиями.

ГЛАВА 23

Оборот текущих активов: как компания зарабатывает деньги

Балансовый отчет/Активы (в миллионах долларов)	
→ Денежные и краткосрочные инвестиции	4,208
→ Товарно-материальные запасы	2,220
→ Общая дебиторская задолженность, чистая	3,317
Авансовые расходы	2,260
<u>Другие текущие активы, всего</u>	<u>0</u>
Всего текущих активов	12,005

Текущие активы называются также оборотными средствами предприятия, образующими своего рода цикл: за деньги компания покупает товарно-материальные ресурсы, которые продаются в кредит торговым организациям и превращаются в дебиторскую задолженность. В дальнейшем последняя погашается и превращается в деньги. Денежные средства → Товарно-материальные запасы → Дебиторская задолженность → Денежные средства. Этот цикл повторяется снова и снова, и на этом компания зарабатывает.

Различные элементы этого цикла оборотных активов могут многое рассказать Уоррену об экономической природе бизнеса и наличии устойчивого конкурентного преимущества.

ГЛАВА 24

Денежные средства и их эквиваленты: чем больше, тем лучше

Балансовый отчет/Активы (в миллионах долларов)	
→ Денежные и краткосрочные инвестиции	4,208
→ Товарно-материальные запасы	2,220
→ Общая дебиторская задолженность, чистая	3,317
Авансовые расходы	2,260
<u>Другие текущие активы, всего</u>	<u>0</u>
Всего текущих активов	12,005

Изучая активы компании, Уоррен первым делом смотрит, сколько у нее на счете денег или денежных эквивалентов. Что такое денежные средства, понятно, а вот под денежными эквивалентами могут подразумеваться принадлежащие компании краткосрочные банковские депозиты, трехмесячные казначейские облигации или иные высоколиквидные активы. Большое количество денежных средств или эквивалентов денег на счетах компании, с точки зрения Уоррена, означает одно из двух: либо она обладает мощным конкурентным преимуществом, позволяющим ей зарабатывать кучу денег, что совершенно замечательно, либо недавно она продала свой бизнес или большое число облигаций, что уже далеко не так хорошо. Отсутствие или недостаток денежных средств у компании, как правило, свидетельствует о ее неустойчивом экономическом положении. И чтобы разобраться, что к чему, необходимо копать глубже.

Для нормальной работы компании традиционно поддерживают определенный запас наличности. Это как очень большая чековая книжка. Однако если мы зарабатываем больше, чем тратим, то деньги начинают накапливаться, и возникает инвестиционная проблема: что со всей этой наличностью делать? Впрочем, эта проблема из приятных.

Поскольку от банковских вкладов доход низкий, лучше вкладывать этот избыток наличности в бизнес или в инвестиции с большой доходностью. Что вы предпочтете иметь в своем активе: банковский депозитный сертификат, приносящий 4% годовых, или сдаваемый в аренду многоквартирный дом, обеспечивающий вашим инвестициям рентабельность 20%? Вы, конечно, выберете дом. То же самое применимо и к бизнесу. Ваше предприятие зарабатывает деньги, и если доходы растут быстрее, чем вы успеваете истратить их на нужды бизнеса, на балансе компании начинают накапливаться свободные денежные средства, и неизбежно возникает вопрос, как ими лучше распорядиться. Как правило, лишние деньги компании используют на расширение своих операций, покупку новых предприятий, приобретение акций других предприятий, выкуп собственных акций или выплату дивидендов акционерам. Но довольно часто они просто держат деньги на счете на черный день. В нашем постоянно меняющемся и сложном мире никогда нельзя быть ни в чем до конца уверенным.

Если компания хочет увеличить запас денежных средств, Для этого у нее есть три основных способа. Она может выпустить новые облигации или акции для продажи на рынке. А может продать часть своего бизнеса или иные активы. То и другое обеспечит ее денежными средствами, которые можно будет с выгодой использовать. Или же она может продолжать заниматься своим успешным бизнесом и зарабатывать больше, чем тратить. Уоррена интересует именно третий сценарий, потому что компании, обладающие устойчивым конкурентным преимуществом, как раз и отличаются тем, что постоянно зарабатывают больше, чем могут потратить.

Когда Уоррену попадается на глаза компания, страдающая от краткосрочных проблем в бизнесе, которые побуждают близорукий Уолл-стрит обрушить котировки ее акций, Уоррен смотрит на денежные или иные высоколиквидные активы, имеющиеся на балансе компании, пытаясь понять, обладает ли она достаточной финансовой силой и выносливостью, чтобы с честью выдержать этот шторм обрушившихся на нее проблем.

Таким образом, правило простое: если мы видим на балансе компании много денег и других ликвидных ценных бумаг и мало долгов, очень велики шансы на то, что она переживет трудные времена и выплывет. Но если компания сидит без денег и обременена долгами, вероятно, речь идет о тонущем корабле, который уже не спасет даже самый опытный капитан.

Для выяснения вопроса о том, откуда компания получает свои денежные средства, есть простой тест: нужно рассмотреть ее балансовые отчеты за последние семь лет. Это позволит выяснить, является ли приток денег разовым событием, связанным, к примеру, с выпуском новых облигаций или акций или с продажей части активов, или же деньги поступают в компанию благодаря ее основной деятельности. Если мы видим у компании много долгов, вряд ли речь идет об исключительно успешном бизнесе. Но если отмечается накопление огромных денежных средств, при том что долги невелики и новых выпусков акций или облигаций не было, а также знаем из отчетов предшествующих лет, что предприятие стабильно работает с прибылью, вполне вероятно, что речь идет о компании с устойчивым конкурентным преимуществом — из тех, что интересуют Уоррена и способны нас, как инвесторов, озолотить.

Когда в экономике наступают трудные времена, на коне оказывается тот из конкурентов, у кого больше свободных денежных средств, потому что в трудные времена наличные деньги — лучший из активов.

ГЛАВА 25

Товарно-материальные запасы: что компании нужно купить и что ей нужно продать

Балансовый отчет/Активы (в миллионах долларов)	
Денежные и краткосрочные инвестиции	4,208
→ Товарно-материальные запасы	2,220
Общая дебиторская задолженность, чистая	3,317
Авансовые расходы	2,260
<u>Другие текущие активы, всего</u>	<u>0</u>

Всего текущих активов	12,005
-----------------------	--------

Товарно-материальные запасы — это продукция, которую компания хранит на своих складах &ая продажи. Поскольку балансовый отчет всегда составляется на определенный день, сумма, указанная в нем, соответствует стоимости запасов на эту дату.

Многие предприятия подвержены риску морального устаревания запасов продукции. Но, как уже говорилось выше, производственные компании с устойчивым конкурентным преимуществом привлекательны еще и тем, что продукция, которой они торгуют, не меняется и не устаревает. Вот за таким преимуществом Уоррен и охотится.

Когда вы ищете компанию с устойчивым конкурентным преимуществом, следите за тем, чтобы ее товарно-материальные запасы и чистая прибыль росли параллельным курсом. Это указывает на то, что компания находит прибыльные возможности расширять объем продаж и этот рост требует увеличения товарных запасов, чтобы компания могла выполнять все заказы вовремя.

Производственные компании, у которых товарные запасы в течение нескольких лет стремительно растут, а потом столь же стремительно иссякают, с большой вероятностью относятся к тем высококонкурентным отраслям, где периоды подъема чередуются с периодами спада. А на спадах не разбогатеешь.

ГЛАВА 26

Дебиторская задолженность: сколько другие должны компании

Балансовый отчет/Активы (в миллионах долларов)	
Денежные и краткосрочные инвестиции	4,208
Товарно-материальные запасы	2,220
→ Общая дебиторская задолженность, чистая	3,317
Авансовые расходы	2,260
<u>Другие текущие активы, всего</u>	<u>0</u>
Всего текущих активов	12,005

Компания продает свою продукцию клиентам за наличные деньги или в рассрочку, предоставляя покупателю возможность рассчитаться за купленный товар в течение месяца. Некоторые предприятия предоставляют кредит и на более длительные сроки. Долги покупателей перед компанией называются дебиторской задолженностью. Поскольку некоторая доля покупателей так и не расплачивается, прогнозируемое количество «плохих» долгов вычитается из дебиторской задолженности, в результате чего получается чистая дебиторская задолженность.

Величина чистой дебиторской задолженности сама по себе мало что говорит о наличии у компании долговременного конкурентного преимущества. Однако она многое может сказать, если сравнивать между собой разные конкурирующие фирмы, относящиеся к одной и той же отрасли. Там, где конкуренция особо сильна, некоторые компании пытаются вырваться вперед, предлагая покупателям все более выгодные условия расчета — вместо 30 дней рассрочки они могут предложить 120 дней. Это вызывает рост объема продаж, а также рост дебиторской задолженности.

Если компания устойчиво демонстрирует низкую дебиторскую задолженность относительно валовой выручки по сравнению с конкурентами, значит, она с большой вероятностью обладает какого-то типа конкурентным преимуществом.

ГЛАВА 27

Авансовые расходы и другие текущие активы

Балансовый отчет/Активы (в миллионах долларов)	
Денежные и краткосрочные инвестиции	4,208
Товарно-материальные запасы	2,220
Общая дебиторская задолженность, чистая	3,317
→ Авансовые расходы	2,260
→ <u>Другие текущие активы, всего</u>	<u>0</u>
Всего текущих активов	12,005

Иногда компаниям приходится оплачивать товары и услуги авансом. И если она еще не успела получить товар или воспользоваться услугами, но уже оплатила их, то они считаются принадлежащими ей активами и включаются в балансовый отчет в графе «Авансовые расходы». Примером авансовых расходов могут служить страховые премии, выплачиваемые компанией на год вперед. Авансовые платежи ничего не сообщают нам о конкурентоспособности компании, не говоря уже о наличии или отсутствии стабильного конкурентного преимущества.

К числу «других» текущих активов относятся неденежные активы, которые компания еще не держит в руках, но которые должны быть получены ею в течение года. К их числу относятся, например, начисленная, но еще не возвращенная переплата налогов, которая должна быть возмещена компании в течение года, но еще не получена.

ГЛАВА 28

Общая сумма текущих активов и коэффициент текущей ликвидности

Балансовый отчет/Активы (в миллионах долларов)	
Денежные и краткосрочные инвестиции	4,208
Товарно-материальные запасы	2,220
Общая дебиторская задолженность, чистая	3,317
Авансовые расходы	2,260
<u>Другие текущие активы, всего</u>	<u>0</u>
→ Всего текущих активов	12,005

Величина текущих активов долгое время играла важную роль в финансовом анализе. Аналитики традиционно утверждали, что сравнение суммы текущих обязательств и суммы текущих активов позволяет судить о способности компании справиться со своими краткосрочными долгами. Они даже придумали специальный коэффициент текущей ликвидности, представляющий собой отношение величины текущих активов к сумме текущих обязательств, утверждая, что чем выше этот коэффициент, тем выше ликвидность компании. Хорошим считается коэффициент текущей ликвидности, превышающий единицу, а все, что меньше единицы, — плохо. Считается, что, если коэффициент текущей ликвидности меньше единицы, компании трудно справляться со своими краткосрочными обязательствами перед кредиторами.

Однако если мы посмотрим на компании с заведомо надежным конкурентным преимуществом, то обнаружим странную вещь: у многих из них коэффициент текущей ликвидности существенно ниже «магической» единицы. У «Moody's» он составляет 0,64, у «Coca-Cola» — 0,95, у «Procter & Gamble» — 0,82, а у «Anheuser-Busch» — 0,88. С точки зрения аналитиков старой школы, это означает, что названным компаниям должно быть тяжело рассчитываться по текущим обязательствам. В реальности же они зарабатывают так много, что легко погашают все свои долги. Кроме того, эти компании пользуются полным доверием кредиторов, и им не составляет труда получить дешевые краткосрочные кредиты, если вдруг возникает потребность в дополнительных оборотных средствах.

Благодаря своим огромным прибылям они имеют возможность выплачивать своим акционерам щедрые дивиденды и заниматься выкупом собственных акций. То и другое уменьшает резервы денежных средств и тянет коэффициент текущей ликвидности еще ниже единицы. Но устойчивая рентабельность работы, обеспечиваемая наличием мощного конкурентного преимущества, гарантирует их платежеспособность с точки зрения погашения краткосрочных обязательств и оберегает их от всяческих рыночных невзгод типа циклических спадов и рецессии.

Короче говоря, существует множество компаний с устойчивым конкурентным преимуществом, у которых коэффициент текущей ликвидности меньше единицы. Подобная «аномалия» делает этот коэффициент практически бесполезным инструментом, никоим образом не помогающим определить, обладает компания стабильным превосходством над конкурентами или нет.

Здания, оборудование, средства производства: то, что, по Уоррену, лучше бы не менялось

Балансовый отчет/Активы	
(в миллионах долларов)	
Всего текущих активов	12,005
→ Здания, оборудование, средства производства	8,493
Гудвилл, чистый	4,246
Нематериальные активы, чистые	7,863
Долгосрочные инвестиции	7,777
Другие долгосрочные активы	2,675
Другие активы	0
Всего активов	43,059

Собственность компании, ее производственное оборудование, принадлежащие ей здания указаны в балансовом отчете как актив, имеющий определенную денежную стоимость. Стоимость эта равняется той цене, которую компания первоначально заплатила за всю эту собственность, за вычетом амортизации, которая ежегодно вычитается из стоимости зданий и оборудования по причине их постепенного износа.

Компании, которые не обладают устойчивым конкурентным преимуществом, сталкиваются с постоянной ожесточенной конкуренцией, а это значит, что ради сохранения конкурентоспособности им приходится постоянно обновлять свои производственные мощности, которые быстрее изнашиваются морально, чем физически. Иными словами, менять оборудование приходится раньше, чем оно приходит в негодность. Разумеется, это сопряжено с постоянными дополнительными расходами, которые могут быть весьма значительными и увеличивают стоимость средств производства, находящихся на балансе.

Если же компания обладает стабильным конкурентным преимуществом, ей нет нужды постоянно обновлять свои производственные мощности для сохранения конкурентоспособности. Возьмем для примера производителя жевательной резинки «Wrigley». Компания строит завод, закупает оборудование и меняет его только тогда, когда оно совершенно изнашивается.

Это относится к любому производству, обладающему устойчивым конкурентным преимуществом, в то время как другим предприятиям, чтобы угнаться за конкурентами, приходится менять и обновлять производственные мощности гораздо чаще.

Компания, обладающая устойчивым конкурентным преимуществом, имеет достаточные внутренние резервы для финансирования покупки любого нового оборудования или новых заводов. Другим же компаниям ради постоянного обновления производственных мощностей, необходимого для поддержания конкурентоспособности, приходится влезать во все новые долги.

Посмотрим на балансовый отчет «Wrigley», компании с долговременным конкурентным преимуществом. Стоимость ее производственных мощностей, зданий, оборудования составляет 1,4 миллиарда долларов, задолженность — 1 миллиард, прибыли — порядка 500 миллионов

долларов в год. А теперь сравним это с компанией GM, лишенной устойчивого конкурентного преимущества, стоимость заводов и оборудования которой составляет 56 миллиардов долларов при 40 миллиардах долларов долгов и убытках, которые компания терпит последние два года.

Жевательная резинка — это такой продукт, который с годами меняется мало, а звучный бренд «Wrigley» обеспечивает компании полное превосходство над конкурентами. GM же приходится на равных конкурировать со всеми автомобилестроительными компаниями планеты, и она должна постоянно обновлять и совершенствовать свои автомобили, чтобы сохранять конкурентоспособность. А это означает, что ей приходится постоянно модернизировать и переоснащать свои заводы.

С точки зрения акционеров, производство жевательной резинки — бизнес гораздо более эффективный и прибыльный по сравнению с производством автомобилей. Судите сами: инвестиции в 100 тысяч долларов, вложенные в компанию в 1990 году, в 2008-м стоили бы примерно 547 тысяч долларов. Но если бы в 1990 году вы вложили те же 100 тысяч долларов в GM, то к 2008 году имели бы лишь 97 тысяч. Разница составляет 460 тысяч долларов в пользу акционеров «Wrigley». Они счастливо богатеют на жвачке, в то время как деньги акционеров GM тают.

Как говорит Уоррен, устойчивое производство продукта, который нет необходимости менять, равносильно устойчивому доходу. Ведь производителям не приходится тратить огромные деньги на постоянное обновление средств производства во имя сохранения конкурентоспособности, а значит, свободные средства можно использовать для получения еще больших прибылей. Чтобы разбогатеть, нужно сначала заработать деньги, а потом они принесут вам еще больше денег. Но это при том условии, что вам не приходится тратить их направо и налево только ради того, чтобы не отстать от других.

ГЛАВА 30

Гудвилл

Балансовый отчет/Активы	
(в миллионах долларов)	
Всего текущих активов	12,005
Здания, оборудование, средства производства	8,493
→ Гудвилл, чистый	4,246
Нематериальные активы, чистые	7,863
Долгосрочные инвестиции	7,777
<u>Другие долгосрочные активы</u>	<u>2,675</u>
Всего активов	43,059

Когда «Еххон» покупает нефтяную компанию XYZ и платит больше ее балансовой стоимости, превышение цены над балансовой стоимостью фиксируется в балансовом отчете под заголовком «Гудвилл». Купите кучу компаний по цене, превышающей их балансовую стоимость, и на вашем балансовом счете окажется огромный гудвилл.

В прежние времена гудвилл подвергался постепенному автоматическому списанию за счет амортизации, для чего в отчете о прибылях и убытках предусматривалась особая статья «Амортизация гудвилла». Это списание влекло за собой автоматический рост прибылей на величину амортизационных отчислений. Современные правила бухучета предусматривают, что гудвилл списывается только в том случае, если реально обесценивается.

Когда мы видим, что гудвилл компании на протяжении ряда лет возрастает, можно предположить, что это происходит за счет приобретения компанией новых предприятий. Это может быть хорошим знаком, если покупаются предприятия, обладающие устойчивым конкурентным преимуществом. Если же гудвилл год за годом остается неизменным, это означает, что компания либо не приобретает новые предприятия, либо покупает их дешевле балансовой стоимости.

Предприятия, обладающие конкурентным преимуществом, почти никогда не продаются дешевле балансовой стоимости. При этом выделим слово «почти», поскольку изредка такое все же случается, и подобное приобретение может оказаться самой выгодной покупкой, сделанной компанией за все время ее существования.

ГЛАВА 31

Нематериальные расходы: измерение неизмеримого

Балансовый отчет/Активы	
(в миллионах долларов)	
Всего текущих активов	12,005
Здания, оборудование, средства производства	8,493
Гудвилл, чистый	4,246
→ Нематериальные активы, чистые	7,863
Долгосрочные инвестиции	7,777
<u>Другие долгосрочные активы</u>	<u>2,675</u>
Всего активов	43,059

Нематериальные активы невозможно потрогать руками. К ним относятся патенты, авторские права, товарные знаки, франшизы, бренды и т. п. В прежние времена компания могла оценивать свои нематериальные активы по любой системе — практически, как заблагорассудится, — что порой создавало почву для разного рода злоупотреблений. В наши дни компаниям не позволено включать в балансовый отчет нематериальные активы, созданные в недрах самой компании. Это

положило конец практике искусственного завышения общей величины активов за счет фантастических оценок стоимости нематериального имущества.

Однако нематериальные активы, приобретенные компанией извне, могут записываться на ее баланс по справедливой стоимости. Если актив имеет конечный «срок службы» — как, например, патент, — он подвергается амортизации, и соответствующие ежегодные амортизационные отчисления включаются в отчет о прибылях и убытках и в балансный отчет.

В связи с этим с компаниями, обладающими устойчивым конкурентным преимуществом, происходит странная вещь. Возьмем, к примеру, компанию «Coca-Cola». Бренд «Coca-Cola» стоит более 100 миллиардов долларов, однако поскольку он развивался и укреплялся в недрах самой компании, реальная стоимость этого нематериального актива в балансовом отчете не отражена. То же самое можно сказать о «Wrigley», «Pepsi Co.», «McDonald's» и даже «Wal-Mart». Для каждой из этих компаний само ее имя является главным источником конкурентного преимущества, однако ценность бренда, их главного достояния, в балансовом отчете отражения не находит.

В этом одна из причин, почему сила конкурентного преимущества некоторых компаний подолгу остается незамеченной инвесторами. Узнать потенциальную экономическую мощь той или иной компании можно, лишь сравнивая отчеты о прибылях и убытках за последние десять лет, то есть только задним числом. Именно это позволило Уоррену приобрести огромный пакет акций такой заметной компании, как «Coca-Cola», в то время как остальные инвесторы просто пассивно наблюдали, не понимая, почему он это делает. Для стоимостных инвесторов, следующих принципам Грэма, акции компании казались слишком дорогими, чтобы инвестиции имели смысл, а трейдеров с Уолл-стрит они тоже не могли заинтересовать, поскольку не были достаточно волатильными. Дело в том, что Уоррен видел то, чего не видели другие: устойчивое конкурентное преимущество «Coca-Cola» и обеспечиваемую этим преимуществом долгосрочную рентабельность деятельности компании, ее способность зарабатывать прибыли из года в год. И именно эта дальновидность со временем сделала Уоррена самым богатым человеком в мире.

ГЛАВА 32

Долгосрчные инвестиции: один из секретов успеха Уоррена

Балансовый отчет/Активы	
(в миллионах долларов)	
Всего текущих активов	12,005
Здания, оборудование, средства производства	8,493
Гудвилл, чистый	4,246
Нематериальные активы, чистые	7,863
→ Долгосрчные инвестиции	7,777
<u>Другие долгосрочные активы</u>	<u>2,675</u>
Всего активов	43,059

В этой статье балансового отчета указывается стоимость долгосрочных (то есть сроком более года) инвестиционных вложений компании, таких как акции, облигации и недвижимость. Сюда же включаются инвестиции, которые компания делает в свои филиалы и дочерние фирмы. Счет долгосрочных инвестиций интересен тем, что активы такого рода указываются в балансовом отчете либо по себестоимости, либо по рыночной цене — в зависимости от того, какая величина меньше. Даже если инвестиции со временем резко выросли в цене, дороже себестоимости в балансовом отчете они указываться не могут. А это означает, что компания может иметь чрезвычайно ценные активы, балансовая стоимость которых значительно ниже их рыночной стоимости.

Долгосрочные инвестиции могут многое рассказать нам об инвестиционных настроениях руководства компании. Куда они вкладывают деньги: в предприятия с устойчивым конкурентным преимуществом или же в компании, едва сводящие концы с концами в условиях жестокой конкуренции? Иногда мы видим менеджеров превосходных компаний, вкладывающих огромные средства в весьма посредственные предприятия просто потому, что, как им кажется, чем компания больше, тем лучше. С другой стороны, иногда встречаются директора заурядных компаний, которые приобретают фирмы, обладающие устойчивым конкурентным преимуществом. Именно так Уоррен превратил свою холдинговую компанию «Berkshire Hathaway» в настоящую империю, какую мы сегодня наблюдаем. Некогда «Berkshire Hathaway» была весьма посредственным текстильным предприятием, едва сводившим концы с концами в условиях жесточайшей конкуренции. Уоррен купил контрольный пакет, перестал выплачивать дивиденды, чтобы накопить свободные денежные средства, а затем, совсем отказавшись от производства текстиля, за счет оборотного капитала приобрел страховую компанию. Активы этой страховой компании он пустил на приобретение акций новых компаний с устойчивым конкурентным преимуществом, и этим он занимается вот уже сорок лет.

Возьмите самую невзрачную лягушку бизнеса, осыпьте ее поцелуями устойчивого конкурентного преимущества, и она на ваших глазах превратится в прекрасную царевну.

Или в 60 миллиардов долларов — именно столько сегодня стоит доля Уоррена в компании «Berkshire».

ГЛАВА 33

Другие долгосрочные активы

Балансовый отчет/Активы	
(в миллионах долларов)	
Всего текущих активов	12,005
Здания, оборудование, средства производства	8,493
Гудвилл, чистый	4,246
Нематериальные активы, чистые	7,863

Долгосрочные инвестиции	7,777
→ Другие долгосрочные активы	2,675
Всего активов	43,059

«Другие долгосрочные активы» можно представить как гигантский пул всевозможных активов, срок службы которых превышает год и которые не укладываются в категории «Здания и средства производства», «Гудвилл», «Нематериальные активы» и «Долгосрочные инвестиции». Примером таких долгосрочных активов могут служить авансовые платежи и возмещение налогов, срок исполнения которых превышает год.

Статья «Другие долгосрочные активы» практически ничего не говорит нам о наличии или отсутствии устойчивого конкурентного преимущества, поэтому двинемся дальше.

ГЛАВА 34

Общая сумма активов и рентабельность активов

Балансовый отчет/Активы	
(в миллионах долларов)	
Всего текущих активов	12,005
Здания, оборудование, средства производства	8,493
Гудвилл, чистый	4,246
Нематериальные активы, чистые	7,863
Долгосрочные инвестиции	7,777
<u>Другие долгосрочные активы</u>	<u>2,675</u>
→ Всего активов	43,059

Сложив текущие и долгосрочные активы компании, вы получите общую сумму активов, совпадающую с общей суммой обязательств, к которой добавлена величина акционерного капитала. Эти две суммы уравнивают друг друга, почему отчет и называют балансовым.

Общая сумма активов важна тем, что позволяет определить, насколько эффективно компания распоряжается своим имуществом. Чтобы измерить эффективность работы предприятия, аналитики используют показатель рентабельности активов, получаемый путем деления чистой прибыли на сумму активов.

Рентабельность — дело хорошее, но в любой отрасли существует входной барьер в виде необходимого начального капитала, и один из способов, помогающий компании сделать свое

конкурентное преимущество устойчивым, — это увеличение стоимости активов, необходимых потенциальным конкурентам для вступления в игру. Сумма активов компании «Coca-Cola» составляет 43 миллиарда долларов, а их рентабельность — 12%; у «Procter & Gamble» 143 миллиарда долларов активов при рентабельности 7%, а у «Altria Group» стоимость активов составляет 52 миллиарда при рентабельности 24%. С другой стороны, есть компании типа «Moody's», у которых стоимость активов 1,7 миллиарда долларов, зато рентабельность достигает 43%.

Многие аналитики считают, что чем выше рентабельность активов, тем лучше, однако Уоррен обнаружил, что слишком высокая рентабельность активов может быть признаком уязвимости конкурентного преимущества. Собрать 43 миллиарда долларов, чтобы соперничать с «Coca-Cola», — задача неосуществимая. А вот собрать 1,7 миллиарда долларов, чтобы дать бой компании «Moody's», — это уже в границах возможного. Хотя экономические показатели «Moody's» гораздо лучше, чем у «Coca-Cola», однако в плане долговечности и устойчивости конкурентного преимущества «Moody's» существенно уступает «Coca-Cola», поскольку из-за низкого входного барьера вероятность появления сильных конкурентов гораздо выше.

Вывод здесь таков: в долгосрочной перспективе больше иногда может означать меньше.

ГЛАВА 35

Текущие обязательства

Балансовый отчет/Обязательства (в миллионах долларов)	
Счета к оплате (кредиторская задолженность)	1,380
Накопленные расходы	5,535
Краткосрочные долги	5,919
Долгосрочные долги с наступившим сроком оплаты	0,133
<u>Другие текущие обязательства</u>	<u>0,258</u>
Всего текущих обязательств	13,225

Текущими называются долги и иные обязательства, которые компания должна погасить в пределах одного финансового года. В балансовом отчете мы обнаруживаем следующие статьи текущих обязательств: «Счета к оплате (кредиторская задолженность)», «Накопленные (начисленные) расходы», «Краткосрочные долги», «Долгосрочные долги с наступившим сроком оплаты» и «Другие текущие обязательства». Давайте рассмотрим эти статьи подробнее и узнаем, что они могут сообщить на предмет наличия у компании устойчивого превосходства над конкурентами.

ГЛАВА 36

Счета к оплате, накопленные расходы и другие текущие обязательства

Балансовый отчет/Обязательства (в миллионах долларов)	
→ Счета к оплате (кредиторская задолженность)	1,380
→ Накопленные расходы	5,535
Краткосрочные долги	5,919
Долгосрочные долги с наступившим сроком оплаты	0,133
→ Другие текущие обязательства	0,258
Всего текущих обязательств	13,225

Счета к оплате (кредиторская задолженность) — это деньги, которые компания должна поставщикам за товары и услуги, предоставленные в кредит. Вы заказываете тысячу фунтов кофе, и вам вместе с кофе присылают счет (счет-фактуру). Это и есть счет к оплате, то есть ваша задолженность перед поставщиком кофе.

Накопленные (или начисленные) расходы — это обязательства, на которые компании еще даже счет не выставлен, но которые ей придется рано или поздно погасить. Это может быть начисленный, но еще не уплаченный налог с продаж, начисленная, но не выплаченная зарплата сотрудникам, задолженность по арендным платежам и т. п. Если вы нанимаете человека на работу и обещаете оплатить его услуги в конце месяца, то каждый день его работы до дня расчета увеличивает вашу задолженность по заработной плате.

Существуют и другие текущие обязательства, которые не попадают в стандартные категории и объединяются в графе «Другие обязательства».

Все перечисленные статьи обязательств могут кое-что сообщить нам о текущем финансовом состоянии компании, но сами по себе ничего не говорят о долгосрочной экономической природе бизнеса и наличии устойчивого конкурентного преимущества. Зато об этом много чего могут рассказать суммы краткосрочных и долгосрочных долгов, гирями висящих на компании.

ГЛАВА 37

Краткосрочные долги: как они могут разорить финансовое учреждение

Балансовый отчет/Обязательства (в миллионах долларов)	
Счета к оплате (кредиторская задолженность)	1,380
Накопленные расходы	5,535
→ Краткосрочные долги	5,919

Долгосрочные долги с наступившим сроком оплаты	0,133
<u>Другие текущие обязательства</u>	<u>0,258</u>
Всего текущих обязательств	13,225

Краткосрочными называют долговые обязательства, которые компания должна погасить в течение года. К ним относятся коммерческие бумаги и краткосрочные банковские займы. Краткосрочные займы, как правило, дешевле долгосрочных, а значит, есть возможность зарабатывать, беря краткосрочные кредиты и ссужая их потом в виде долгосрочных займов. Например, вы берете краткосрочный кредит под 5%, а затем эти же деньги ссужаете кому-то под 7%. Звучит легко, но проблема в том, что взятые деньги нужно скоро отдавать. Выход здесь тоже есть: чтобы погасить краткосрочный заем, нужно к сроку оплаты взять другой краткосрочный заем и рассчитаться по первому кредиту. В финансовом мире такую стратегию называют «продлением долга». Вся эта схема хорошо работает до той поры, пока проценты за краткосрочные кредиты не поднимутся выше той ставки, по которой вы выдали долгосрочный кредит, то есть выше 7%. Да, эта идея выглядела такой замечательной, когда ставка по краткосрочным займам была 5%, но теперь она подпрыгнула до 8%, и мы вынуждены рефинансировать наши краткосрочные займы по ставке, превышающей ту, по которой мы сами ссудили деньги долгосрочному заемщику. И наша былая радость сразу улетучивается.

Беда может прийти и с другой стороны. Мы выдали долгосрочный заем, но наши кредиторы почему-то решили больше не давать нам денег на короткий срок. И вот приходит срок расплаты по краткосрочному кредиту, а денег у нас нет, потому что мы отдали их в виде долгосрочного займа и получим обратно лишь через много лет.

Именно это произошло с компанией «Bear Stearns». Она набрала краткосрочных кредитов и купила на них ценные бумаги, обеспеченные залладными, используя эти бумаги как залог при получении краткосрочных кредитов. Но однажды их кредиторы проснулись и сказали: «Мы не считаем, что ваш залог действительно так ценен, как вы, ребята, об этом говорите, и поэтому больше денег вам давать не будем, а вы верните нам то, что брали». Положение не из приятных.

Гораздо более умный и безопасный путь зарабатывать деньги на банковских операциях — это брать деньги надолго и выдавать их на большой срок. Вот почему банки так стараются навязать нам депозитные сертификаты сроком на пять или десять лет. Конечно, этот метод приносит доход не так быстро, как изложенная выше схема, но зато он более предсказуемый и надежный. А разве не этого мы ждем от банков — предсказуемости и надежности?

Когда Уоррену приходится иметь дело с финансовыми институтами, он всячески сторонится компаний, которые отдают предпочтение краткосрочным долгам перед долгосрочными. В его любимом банке «Wells Fargo» на каждый доллар долгосрочных долгов приходится 57 центов краткосрочных обязательств. А вот у гораздо более агрессивного «Bank of America N.A.» соотношение долгов совсем другое: на каждый доллар долгосрочной задолженности — 2,09 доллара краткосрочной. Агрессивность в данном случае предполагает, что в ближайшей перспективе банк может увеличить прибыли, но в более отдаленном будущем рискует разориться. Наша же долгосрочная цель как инвесторов — не разориться, а разбогатеть.

В трудные финансовые времена стабильные и консервативные банки, такие как «Wells Fargo», обладают мощным конкурентным преимуществом перед более агрессивными банками, которые сами навлекают на себя беду. Стабильность в банковском деле неотделима от осторожности.

Осторожный банк сохраняет деньги, когда другие их теряют, и тогда перед ним открываются безграничные инвестиционные возможности. Агрессивные получатели краткосрочных займов доверяют свою судьбу внезапным капризам кредитных рынков, подвергая свой бизнес риску, что совершенно несовместимо с понятиями стабильности и надежности. А в бизнесе стабильность и надежность сродни девственности — ее куда легче сохранить, чем вернуть.

ГЛАВА 38

Долгосрочные долги с наступившими сроками погашения и проблемы, которые они могут вызвать

Балансовый отчет/Обязательства (в миллионах долларов)	
Счета к оплате (кредиторская задолженность)	1,380
Накопленные расходы	5,535
Краткосрочные долги	5,919
→ Долгосрочные долги с наступившим сроком оплаты	0,133
<u>Другие текущие обязательства</u>	<u>0,258</u>
Всего текущих обязательств	13,225

Эта глава посвящена долгосрочным обязательствам, которые должны быть погашены в текущем году. Обычно такие долги не входят в число ежегодных текущих обязательств. Однако у некоторых крупнейших корпораций с большими задолженностями каждый год наступает срок оплаты очередной порции долгосрочных кредитов. Когда компания в своем балансовом отчете соединяет долгосрочные долги с наступившим сроком погашения и краткосрочные долги, то это порождает иллюзию слишком большой краткосрочной задолженности, что затрудняет анализ отчета.

Как правило, компании с устойчивым конкурентным преимуществом не нуждаются в крупных долгосрочных займах для финансирования текущих операций, и поэтому данная статья задолженности никогда не бывает сколько-нибудь велика. Если вы видите перед собой компанию, у которой большие долгосрочные долги с наступившим сроком оплаты, искать у нее конкурентное преимущество — бессмысленная затея.

Всякий раз, когда вы покупаете акции компании, обладающей устойчивым конкурентным преимуществом, но переживающей временные, разовые и вполне разрешимые затруднения (например, когда дочерняя фирма, работающая совершенно в другой сфере бизнеса, оказывается без оборотных средств), нужно просто заглянуть в ближайшее будущее и посмотреть, сколько долгосрочных долгов компании придется погашать в следующие несколько лет. Если на какой-то определенный год приходится большая сумма погашения, это может испугать инвесторов и снизить котировки акций, создавая благоприятный момент для покупки.

Когда же заурядная фирма переживает серьезные трудности, то большая сумма долгов со сроком погашения в текущем году способна породить проблемы с денежными потоками и привести к банкротству, что для инвестиций смерти подобно.

А умирающие инвестиции не сделают нас богаче.

ГЛАВА 39

Текущие обязательства и коэффициент текущей ликвидности

Балансовый отчет/Обязательства (в миллионах долларов)	
Счета к оплате (кредиторская задолженность)	1,380
Накопленные расходы	5,535
Краткосрочные долги	5,919
Долгосрочные долги с наступившим сроком оплаты	0,133
<u>Другие текущие обязательства</u>	<u>0,258</u>
→ Всего текущих обязательств	13,225

Разделив общую сумму текущих активов на сумму текущих обязательств, можно определить коэффициент текущей ликвидности. Чем он больше, тем выше ликвидность компании, то есть ее способность погашать текущие долги согласно срокам погашения. Коэффициент ликвидности выше единицы считается хорошим показателем, а ниже единицы — плохим, поскольку указывает на проблемы с погашением краткосрочных обязательств перед кредиторами. Однако, как мы уже обсуждали в главе 28, компании с устойчивым конкурентным преимуществом могут иметь коэффициент ликвидности и ниже единицы. Эта аномалия возникает из-за огромной рентабельности таких компаний. Короче говоря, их экономическое положение является настолько прочным, что они не нуждаются в «подушке ликвидности», без которой не обойтись компаниям послабее. Таким образом, коэффициент текущей ликвидности имеет большое значение для анализа положения заурядных компаний, но в контексте нашего исследования он бесполезен, поскольку не может ответить на вопрос, обладает ли компания устойчивым конкурентным преимуществом.

ГЛАВА 40

Долгосрочные долги: то, без чего великие компании способны обойтись

Балансовый отчет/Обязательства (в миллионах долларов)	
Всего текущих обязательств	13,225

→ Долгосрочные долги	3,277
Отложенный налог на прибыль	1,890
Миноритарные пакеты	0
Другие обязательства	3,133
Всего обязательств	21,525

Долгосрочными называются обязательства, которые компания берет на себя более чем на год. Если срок погашения долгосрочного займа наступает в текущем году, в балансовом отчете он перемещается из раздела долгосрочных обязательств в раздел текущих обязательств. Когда мы, подобно Уоррену, ищем компании с устойчивым конкурентным преимуществом, количество долгосрочных долгов на балансе может многое рассказать нам об экономической природе рассматриваемого бизнеса.

Уоррен давно понял, что компании, обладающие устойчивым конкурентным преимуществом, зачастую совсем обходятся без долгосрочных займов или довольствуются их минимальным количеством. Дело в том, что они достаточно зарабатывают, чтобы финансировать все свои потребности в расширении бизнеса или приобретении новых предприятий за счет собственных средств, не прибегая к крупным внешним заимствованиям.

Таким образом, один из методов выявления этих исключительно успешных предприятий — проверить, сколько у них на балансе долгосрочных долгов. Нас интересует не только текущий год; нужно смотреть, какой была долговая нагрузка на компанию на протяжении последних десяти лет. Если в ее балансовых отчетах за десять лет мы не увидим сколько-нибудь значительных долгосрочных обязательств, можно биться об заклад, что компания обладает каким-то конкурентным преимуществом.

Примеры купленных Уорреном компаний показывают, что предприятие с устойчивым конкурентным преимуществом должно иметь такую годовую чистую прибыль, чтобы быть способным погасить все свои долгосрочные долги в течение, максимум, трех-четырех лет. К примеру, «Coca-Cola» и «Moody's» за счет своих прибылей способны рассчитаться по долгосрочным обязательствам за год, а «Wrigley» и «Washington Post» — за два года.

А вот автомобилестроительные компании GM и «Ford», работающие в условиях жесткой конкуренции, не смогли бы рассчитаться по своим огромным долговым обязательствам, даже если бы направляли на эти цели всю свою прибыль за последние десять лет.

Итак, критерий поиска интересующих нас компаний простой: те из них, которые обладают достаточной рентабельностью, чтобы рассчитаться по долгосрочным долгам за три-четыре года, являются хорошими кандидатами название превосходного предприятия с устойчивым конкурентным преимуществом.

Но внимание! Именно потому, что эти компании приносят высокую прибыль и не обременены большими долгами, они зачастую становятся объектами LBO (выкупа с использованием заемных средств). Это когда покупатель для финансирования покупки берет огромные займы под залог денежных потоков компании. После такой покупки вся тяжесть долга перекладывается на плечи компании. Это произошло, в частности, с «RJR/Nabisco» в конце 1980-х годов.

Если все остальные факторы также указывают на то, что интересующая вас компания обладает устойчивым конкурентным преимуществом, но при этом она находится в долгах как в шелках, возможной причиной огромной задолженности является как раз LBO. В подобных ситуациях инвестору лучше покупать не акции, а облигации компании, поскольку на ближайшие годы все ее усилия и прибыли будут направляться на погашение долгов, а не на рост бизнеса.

ГЛАВА 41

Отложенный налог на прибыль, миноритарные пакеты и другие обязательства

Балансовый отчет/Обязательства (в миллионах долларов)	
Всего текущих обязательств	13,225
Долгосрочные долги	3,277
→ Отложенный налог на прибыль	1,890
→ Миноритарные пакеты	0
→ Другие обязательства	3,133
Всего обязательств	21,525

Отложенный налог на прибыль — это налог, который уже начислен, но еще не выплачен. Эта цифра ничего не говорит нам о наличии или отсутствии устойчивого конкурентного преимущества.

Статья балансового отчета «Миноритарные пакеты» представляет несколько больший интерес. Когда компания покупает акции какого-то предприятия, она включает их стоимость в свой балансовый отчет под заголовком «Долгосрочные инвестиции». Но если купленный пакет включает в себя более 80% акций, покупатель может перевести на свой баланс всю приобретенную фирму целиком, соединив ее балансовый отчет со своим. То же самое касается и отчетов о прибылях и убытках. Хорошим примером служит приобретение холдингом «Berkshire Hathaway» 90% акций компании «Nebraska Furniture Mart» (NFM). Поскольку приобретенный пакет превысил 80% от всех акций, «Berkshire» воспользовалась правом присоединить все 100% доходов, расходов, активов и обязательств NFM к своим. Таким образом, статья «Миноритарные пакеты» в балансовом отчете «Berkshire» представляет стоимость тех 10% акций NFM, которые «Berkshire» не принадлежат. Эти акции переходят в раздел обязательств, чтобы уравновесить то обстоятельство, что «Berkshire» включает в свой баланс 100% активов и обязательств NFM, хотя является владельцем лишь 90% от них. Как же все это связано с поиском компаний, обладающих устойчивым конкурентным преимуществом? Нельзя сказать, что очень уж связано, но в любом случае полезно знать, что важно, а что нет с точки зрения выявления компаний с устойчивым конкурентным преимуществом.

В смешанную категорию «Другие обязательства» попадают разнообразные долги компании, не разнесенные по другим статьям. Эта категория может включать в себя такие обязательства, как штрафные санкции против компании, пеня за просроченные долги, деривативы и т. п. К вопросу о

наличии или отсутствии устойчивого конкурентного преимущества все это никакого отношения не имеет.

ГЛАВА 42

Суммарные обязательства и соотношение заемных и собственных средств

Балансовый отчет/Обязательства (в миллионах долларов)	
Всего текущих обязательств	13,225
Долгосрочные долги	3,277
Отложенный налог на прибыль	1,890
Миноритарные пакеты	0
Другие обязательства	3,133
→ Всего обязательств	21,525

Общая сумма обязательств компании — цифра важная, особенно если сравнивать ее с величиной собственного капитала компании. Соотношение заемных и собственных средств — с поправкой, о которой будет сказано ниже, — может помочь нам в выявлении компаний с устойчивым конкурентным преимуществом.

Исторически соотношение заемных и собственных средств использовалось для решения вопроса о том, использует ли компания заемные средства для финансирования своих операций или для увеличения акционерного капитала (за счет нераспределенной прибыли). Поскольку компании с устойчивым конкурентным преимуществом достаточно хорошо зарабатывают, чтобы иметь возможность финансировать свои операции за счет внутренних резервов, теоретически отношение долгов к собственному капиталу у них должно быть низким. У компаний же, которым приходится вести борьбу за выживание в жесткой конкурентной среде, ситуация должна быть противоположной: долгов больше, а собственного капитала меньше. Уравнение здесь такое:

$$\text{Соотношение заемных и собственных средств} = \frac{\text{Суммарные обязательства}}{\text{Акционерный капитал}}$$

Однако использование этого соотношения для выявления компаний с устойчивым конкурентным преимуществом является не очень надежным критерием. Лучшие, то есть интересующие нас компании, зарабатывают так много, что им нет нужды держать на балансе очень большие суммы акционерного капитала и нераспределенной прибыли. В некоторых случаях они довольствуются самым минимумом собственного капитала. Зачастую они используют излишки прибыли на выкуп собственных акций, что приводит к уменьшению акционерного капитала. Это, в свою очередь, влечет увеличение суммы обязательств относительно величины собственного капитала — иногда до такой степени, что по соотношению заемных и собственных средств даже самая лучшая компания становится неотличима от самой заурядной.

Превосходным примером такого феномена является любимая Уорреном компания «Moody's», экономическое положение которой настолько прочное, что она может вообще обходиться без акционерного капитала. И она действительно израсходовала весь свой акционерный капитал на выкуп собственных акций, величина которого стала отрицательной. В результате соотношение заемных и собственных средств делает «Moody's» больше похожей на GM (лишенную устойчивого конкурентного преимущества и имеющую отрицательный собственный капитал), чем, скажем, на «Coca-Cola».

Однако, если мы прибавим к акционерному капиталу «Moody's» стоимость всех казначейских акций, приобретенных компанией в рамках программы выкупа своих акций, соотношение заемных и собственных средств сразу же сократится до 0,63, что сравнимо с показателем «Coca-Cola», который, тоже с учетом казначейских акций, составляет 0,51. А вот у GM собственный капитал останется отрицательным даже с поправкой на стоимость казначейских акций, которая практически нулевая, поскольку у GM нет средств на выкуп собственных акций.

Когда мы рассматриваем соотношение заемных и собственных средств с поправкой на казначейские акции, контраст между компаниями, обладающими устойчивым конкурентным преимуществом, и компаниями, которые лишены его, становится разительным. С учетом казначейских акций у «Procter & Gamble» этот коэффициент равен 0,71, а у «Wrigley» — 0,68. Другими словами, на каждый доллар акционерного капитала «Wrigley» приходится 68 центов долгов. Сравните это с показателями компании «Goodyear Tire», у которой уточненный коэффициент составляет 4,35, или «Ford», у которой сумма долговых обязательств в 38 раз превосходит величину акционерного капитала даже с поправкой на казначейские акции. В реальных цифрах это выглядит так: на 7,2 миллиарда долларов акционерного капитала приходится 275 миллиардов долларов обязательств.

У финансовых учреждений, таких как банки, соотношение заемного и собственного капитала в среднем, как правило, значительно выше, чем у промышленных компаний. Банки берут огромные деньги в займы у одних, а затем ссужают их другим, зарабатывая на разнице (спреде) в процентных ставках. Это приводит к тому, что на балансе банка образуется колоссальная сумма обязательств, уравниваемая огромными активами. В среднем крупнейшие американские банки имеют на своем балансе примерно 10 долларов долгов на каждый доллар акционерного капитала. Есть, однако, и исключения, и одним из них является банк М&Т, давнишний фаворит Уоррена. Соотношение заемных и собственных средств в М&Т составляет 7,7, что отражает более осторожную политику руководства банка.

Из всего сказанного можно вывести простое правило: когда речь не идет о финансовых учреждениях, соотношение заемных и собственных средств, которое с поправкой на казначейские акции ниже 0,8 (чем меньше, тем лучше), указывает на большую вероятность того, что интересующая вас компания обладает какого-то типа конкурентным преимуществом — тем самым качеством, которое мы ищем.

Найти то, что ищешь, всегда хорошо, и особенно если ищешь богатство.

ГЛАВА 43

Акционерный капитал

Балансовый отчет/Акционерный капитал (в миллионах долларов)	
Всего обязательств	21,525
Привилегированные акции	0
Обыкновенные акции	0,880
Эмиссионный доход	7,378
Нераспределенная прибыль	36,235
Казначейские акции	-23,375
<u>Иной капитал</u>	<u>0,626</u>
→ Общий акционерный капитал	21,744
Всего обязательств и акционерный капитал	43,269

Величина акционерного капитала равна разности активов и обязательств компании. Акционерный капитал, иначе называемый собственным капиталом, или балансовой стоимостью компании, — это деньги, первоначально вложенные в бизнес его владельцами/акционерами. В бухучете акционерный капитал подразделяется на акции (обыкновенные и привилегированные), эмиссионный доход и нераспределенную прибыль. Если вы сложите величину всех обязательств компании и ее акционерный капитал, полученная сумма должна в точности равняться величине активов. Обе стороны балансового отчета уравнивают друг друга, почему он и называется балансовым.

Для нас величина акционерного капитала важна в том смысле, что она позволяет рассчитать рентабельность собственного капитала, являющуюся одним из критериев наличия или отсутствия у компании устойчивого конкурентного преимущества.

Давайте разбираться.

ГЛАВА 44

Акции и эмиссионный доход

Балансовый отчет/Акционерный капитал (в миллионах долларов)	
→ Привилегированные акции	0
→ Обыкновенные акции	0,880
→ Эмиссионный доход	7,378
Нераспределенная прибыль	36,235
Казначейские акции	-23,375

Иной капитал	0,626
Общий акционерный капитал	21,744

Компания имеет возможность собрать дополнительный капитал, продавая публике свои облигации или акции. Деньги, собранные за счет продажи облигаций, когда-то придется вернуть. Это заемные средства. Но когда продаются привилегированные или обыкновенные акции, деньги назад не возвращаются. Они переходят в собственность покупателя, который может сделать с ними все, что захочет.

Обыкновенные акции представляют собой долевое владение компанией. Их держатели являются владельцами компании и имеют право выбирать совет директоров (правление), который, в свою очередь, нанимает генерального директора для руководства компанией. Держатели обыкновенных акций получают дивиденды, если правление проголосует за их выплату. А если компания продается целиком, средства от продажи переходят акционерам.

Помимо обыкновенных, есть еще и привилегированные акции. Их владельцы не имеют права голоса, но имеют право на получение фиксированных или плавающих дивидендов, которые выплачиваются им до того, как свои дивиденды получают держатели обыкновенных акций. Кроме того, владельцы привилегированных акций имеют преимущество перед обыкновенными акционерами также в том случае, если компания оказывается банкротом.

В балансовом отчете привилегированные и обыкновенные акции учитываются по их номинальной стоимости, а любые деньги сверх номинала, которые компания зарабатывает, продавая акции, учитываются в графе «Эмиссионный доход». Например, если привилегированные акции номиналом 100 долларов продаются по 120 долларов, то в балансовом отчете статья «Привилегированные акции» увеличится на 100 за каждую проданную акцию, а статья «Эмиссионный доход» возрастет на 20 долларов.

То же самое применимо и к обыкновенным акциям, имеющим, скажем, номинальную стоимость 1 доллар за акцию. Если они продаются по 10 долларов за штуку, то на баланс обыкновенных акций записывается 1 доллар за каждую проданную акцию, а остальные 9 долларов идут на счет эмиссионного дохода.

В отношении привилегированных акций есть одна странная вещь: компании с устойчивым конкурентным преимуществом, как правило, таких акций не имеют. Отчасти это связано с тем, что у этих компаний почти нет долгов. Они зарабатывают так много, что способны сами себя финансировать. И хотя привилегированные акции формально являются частью акционерного капитала (в том смысле, что полученные за них деньги обратно не возвращаются), в реальности же они представляют собой форму задолженности, поскольку компания обязана выплачивать по ним дивиденды. Но в отличие от процентов по обычным долгам, которые вычитаются из облагаемой налогом прибыли, налог с дивидендов по привилегированным акциям взимается, что делает их не просто долгом, а еще и дорогим долгом. Поэтому компании по возможности стараются избегать привилегированных акций, которые слишком дорого им обходятся. Таким образом, одним из признаков компании с устойчивым конкурентным преимуществом является отсутствие на ее балансе привилегированных акций.

ГЛАВА 45

Нераспределенная прибыль: секрет сверхбогатства Уоррена

Балансовый отчет/Акционерный капитал (в миллионах долларов)	
Привилегированные акции	0
Обыкновенные акции	0,880
Эмиссионный доход	7,378
→ Нераспределенная прибыль	36,235
Казначейские акции	-23,375
<u>Иной капитал</u>	<u>0,626</u>
Общий акционерный капитал	21,744

В конечном счете компания может распорядиться своей чистой прибылью по-разному: раздать ее акционерам в форме дивидендов, использовать для выкупа ранее выпущенных акций или сохранить у себя для дальнейшего расширения производства. Когда прибыль остается в компании, она добавляется к акционерному капиталу и учитывается в балансовом отчете в графе «Нераспределенная прибыль».

Если прибыль остается в компании для дальнейшего использования, она способна существенно улучшить ее долгосрочное экономическое положение. Уоррен придерживается твердой политики оставлять все 100% чистой прибыли «Berkshire Hathaway» в компании, и это помогло увеличить акционерный капитал с 19 долларов в расчете на одну акцию в 1965 году до 78 тысяч долларов на акцию в 2007 году.

Чтобы узнать величину нераспределенной чистой прибыли компании за год, нужно взять посленалоговую прибыль и вычесть из нее сумму выплаченных по итогам года дивидендов и средств, потраченных на выкуп ранее выпущенных акций. В 2007 году чистая прибыль «Coca-Cola» после вычета налогов составила 5,9 миллиарда долларов. На дивиденды и выкуп акций было потрачено 3,1 миллиарда. Следовательно, примерно 2,8 миллиарда долларов остались нераспределенными и были добавлены к акционерному капиталу.

Счет нераспределенной прибыли является накопительным, то есть каждый год новая порция нераспределенной прибыли добавляется к тому, что было накоплено на этом счете за все предшествующие годы. Если же компания терпит по итогам года убыток, то он вычитается из накопленной ранее суммы нераспределенной прибыли. Если компания год за годом больше теряет, чем накапливает, счет нераспределенной прибыли может оказаться отрицательным.

Для тех, кто занимается поиском компаний с устойчивым конкурентным преимуществом, счет нераспределенной прибыли является одним из важнейших, содержащихся в балансовом отчете. Если компания не пополняет этот счет, значит, ее балансовая стоимость не растет, а следовательно, она никак не сделает инвестора богачом.

Говоря упрощенно, темпы роста нераспределенной прибыли являются хорошим индикатором того, обладает ли компания устойчивым конкурентным преимуществом.

Давайте убедимся в этом на примере нескольких компаний — фаворитов Уоррена. Нераспределенная прибыль компании «Coca-Cola» за последние пять лет росла в среднем за год на 7,9%, у «Wrigley» этот показатель составил 10,9%, у «Burlington Northern Santa Fe Railway» — 15,6%, у «Anheuser-Busch» — 6,4%, у «Wells Fargo» — 14,2%. Но самые лучшие темпы роста показала компания самого Уоррена, «Berkshire Hathaway»: 23% — просто выдающийся результат!

Рост нераспределенной прибыли не всегда обеспечивается ростом продаж существующих продуктов. В некоторых случаях он объясняется приобретением других предприятий. Когда две компании сливаются, их счета нераспределенной прибыли объединяются, а следовательно, увеличиваются. Например, у «Procter & Gamble» после ее слияния с «The Gillette Co.» в 2005 году счет нераспределенной прибыли в одночасье вырос с 13 до 31 миллиарда долларов.

Еще интереснее то, что у «General Motors» и «Microsoft» счет нераспределенной прибыли отрицательный. В случае с «General Motors» это объясняется трудным экономическим положением в автомобилестроительной отрасли, в результате чего убытки компании исчисляются миллиардами. У «Microsoft» счет нераспределенной прибыли стал отрицательным из-за того, что компания настолько поверила в свою экономическую мощь, что сочла бессмысленным держать у себя на балансе огромные массы капитала, накопленные за прежние годы, и решила отчасти раздать эти деньги акционерам, а отчасти использовать их для выкупа собственных акций.

Один из великих секретов успеха Уоррена и «Berkshire Hathaway» заключается в том, что он перестал выплачивать дивиденды с того самого дня, как к нему перешел контроль над компанией. Это позволяло все 100% ежегодной чистой прибыли добавлять на счет нераспределенной прибыли. При каждой возможности он инвестировал эту нераспределенную прибыль в высокоприбыльные предприятия, а полученный инвестиционный доход опять-таки добавлял на счет нераспределенной прибыли. С течением времени этот счет продолжал расти, принося Уоррену все больше новых прибылей. В период с 1965 по 2007 год за счет непрерывного накопления и инвестирования свободных денежных средств доналоговая прибыль «Berkshire» в расчете на одну акцию выросла с 4 до 13 023 долларов, что соответствует среднегодовому росту на уровне 21%.

Теория за этим кроется простая: чем больше прибылей компания оставляет себе, тем быстрее нарастает счет нераспределенной прибыли и растут будущие прибыли. Разумеется, тут есть важный нюанс: инвестировать свободные средства следует разумно и только в компании с устойчивым конкурентным преимуществом. Именно этим Уоррен и занимается. Его холдинг «Berkshire» подобен курице, несущей золотые яйца, из которых вылупиваются новые куры, приносящие еще больше золотых яиц. Уоррен обнаружил, что если этот процесс продолжать достаточно долго, счет богатства компании начинает идти уже на миллиарды.

ГЛАВА 46

Казначейские акции: Уоррен любит видеть их в балансовом отчете

Балансовый отчет/Акционерный капитал (в миллионах долларов)	
Привилегированные акции	0
Обыкновенные акции	0,880

Эмиссионный доход	7,378
Нераспределенная прибыль	36,235
→ Казначейские акции	-23,375
<u>Иной капитал</u>	<u>0,626</u>
Общий акционерный капитал	21,744

Когда компания выкупает свои ранее выпущенные акции, она может распорядиться ими двояко: аннулировать их или сохранить с возможностью повторного выпуска. Аннулированные акции прекращают существование. Но если компания решает их сохранить с возможностью последующего возвращения в оборот, они учитываются в ее балансе как казначейские акции. Эти акции не имеют права голоса, по ним не выплачиваются дивиденды, и хотя они, безусловно, являются активом, в балансовом отчете учитываются с отрицательной стоимостью, поскольку олицетворяют уменьшение акционерного капитала.

Компании с устойчивым конкурентным преимуществом благодаря своему прочному экономическому положению, как правило, имеют достаточно много свободных денежных средств, которые могут использовать для выкупа собственных акций. Таким образом, одним из признаков наличия устойчивого конкурентного преимущества является присутствие казначейских акций в балансовом отчете компании.

Наличие казначейских акций влечет за собой определенные последствия в финансовой картине компании, о которых следует знать. Когда компания выкупает свои акции и держит их на балансе как казначейские, фактически это уменьшает ее акционерный капитал, что автоматически влечет рост его рентабельности. Поскольку высокая рентабельность акционерного капитала является одним из признаков устойчивого конкурентного преимущества, то полезно знать, чем она порождена — финансовыми манипуляциями, исключительно прибыльной экономической деятельностью или тем и другим одновременно. Чтобы разобраться в этом вопросе, следует заменить отрицательную величину казначейских акций положительной и прибавить ее к акционерному капиталу, вместо того чтобы вычитать. Это позволит узнать рентабельность акционерного капитала компании, очищенную от эффектов финансовых манипуляций.

Кроме того, в США существует особый налог на персональные холдинговые компании, и порой очень остро встает вопрос, кому над ней принадлежит контроль. Например, некоторые нечистоплотные бизнесмены подают в налоговое управление сведения о том, что им принадлежат лишь 49% акций, при этом включая казначейские акции в число акций, находящихся в обращении. Но если вычесть казначейские акции, как того требует закон, оказывается, что в реальности им принадлежит более половины акций, а значит, к ним потенциально применим налог на персональные холдинговые компании.

В завершение этой главы сформулируем простой вывод: присутствие казначейских акций в балансовом отчете компании и история выкупа ею собственных акций служат хорошими индикаторами наличия у нее устойчивого конкурентного преимущества.

Рентабельность акционерного капитала: часть первая

Балансовый отчет/Акционерный капитал (в миллионах долларов)	
Привилегированные акции	0
Обыкновенные акции	0,880
Эмиссионный доход	7,378
Нераспределенная прибыль	36,235
Казначейские акции	-23,375
<u>Иной капитал</u>	<u>0,626</u>
Общий акционерный капитал	21,744

Акционерный капитал компании равен разности ее суммарных активов и обязательств и складывается из номинальной стоимости обыкновенных и привилегированных акций, плюс эмиссионный доход, плюс нераспределенная прибыль и минус казначейские акции.

У акционерного капитала есть три источника: 1) капитал, первоначально собранный через публичную продажу привилегированных и обыкновенных акций; 2) последующие продажи новых выпусков акций, когда компания уже всюду функционирует; 3) (самый важный для нас) накопление нераспределенной прибыли.

Поскольку весь акционерный капитал принадлежит компании, а она — держателям обыкновенных акций, то реальными собственниками акционерного капитала являются акционеры. Отсюда и его название.

Если мы акционеры, то есть фактические собственники компании, значит, кровно заинтересованы в том, чтобы менеджеры хорошо выполняли свою работу по размещению наших денег с целью их роста и приумножения. Если же менеджеры работают плохо, мы можем разочароваться в этой компании и продать акции, чтобы вложить вырученные деньги в более выгодное но. Но если компанией руководят люди толковые и заботящиеся о наших интересах, мы можем изъявить желание прикупить еще акций, как и любой другой человек, на которого произведет впечатление способность менеджмента компании использовать деньги акционеров с выгодой для них. Именно для того, чтобы оценить, насколько эффективно менеджмент компании распоряжается нашими деньгами, финансовые аналитики разработали критерий, который получил название «рентабельность акционерного капитала». Этому критерию как инструменту поиска компаний с устойчивым конкурентным преимуществом Уоррен придает огромное значение, и мы подробно поговорим о нем в следующей главе.

ГЛАВА 48

Рентабельность акционерного капитала: часть вторая

Формула расчета: чистая прибыль, деленная на акционерный капитал, равняется рентабельности акционерного капитала.

Уоррен обнаружил, что компании, обладающие устойчивым конкурентным преимуществом, имеют рентабельность акционерного капитала выше средней. У любимой им компании «Coca-Cola» она составляет 30%, у «Wrigley» — 24%, у «Hershey» — 33%, а у «Pepsi» — 34%.

Если же мы перенесемся в такую отрасль, как авиаперевозки, где царит жесточайшая конкуренция и никакая компания не способна долгое время сохранять конкурентное преимущество, то увидим совсем другие цифры рентабельности акционерного капитала. У «United Airlines» в те удачные годы, когда она работает с прибылью, рентабельность акционерного капитала достигает 15%, а у «American Airlines» она не превышает 4%. Что касается «Delta Air Lines» и «Northwest», то там о рентабельности капитала вообще говорить не приходится, поскольку эти компании терпят одни убытки.

Высокая рентабельность акционерного капитала означает, что компания с выгодой использует ту часть прибыли, которая у нее остается. С течением времени эта нераспределенная прибыль накапливается и увеличивает фундаментальную стоимость бизнеса. Подобное не остается незамеченным со стороны фондового рынка, что приводит к росту котировок акций.

Обратите внимание: некоторые компании зарабатывают так много, что не видят нужды в накоплении нераспределенной прибыли и поэтому всю ее раздают акционерам. В этих случаях мы можем наблюдать даже отрицательную величину акционерного капитала. Опасность для инвестора здесь кроется в том, что отрицательный акционерный капитал с таким же успехом может быть следствием неплатежеспособности компании. Если на протяжении многих лет компания работает с высокой прибылью, но при этом имеет отрицательный собственный капитал, вполне вероятно, что речь идет о компании с устойчивым конкурентным преимуществом. Если же компания, имеющая отрицательный акционерный капитал, год за годом терпит одни убытки, скорее всего, мы имеем дело с неконкурентоспособной компанией, от которой нужно держаться подальше.

Итак, правило простое: высокая рентабельность акционерного капитала означает «вступай в игру», низкая — «держишься подальше».

Понятно? Ладно, идем дальше.

ГЛАВА 49

Финансовый рычаг, и какие шутки он может с вами сыграть

Финансовый рычаг — это использование заемных средств увеличения прибыли компании. Например, компания берет займы 100 миллионов долларов под 7% годовых и пускает их в оборот, зарабатывая в год 12%. Это означает, что она зарабатывает на 5% больше, чем платит за капитал, то есть получает дополнительно 5 миллионов, что увеличивает ее прибыль, а следовательно — рентабельность акционерного капитала.

С точки зрения инвестора, проблема с использованием финансового рычага состоит в том, что внешне компания может выглядеть как весьма конкурентоспособная, в то время как на самом деле все ее дутые финансовые показатели основаны на огромных долгах. Подобным приемом, с

использованием огромных заемных средств для повышения прибыли, особенно славятся инвестиционные банки с Уолл-стрит. Они берут займы 100 миллиардов долларов, скажем, под 6%, а потом ссужают их под 7%, зарабатывая на 100 миллиардах 1%, что равняется миллиарду долларов. Если этот миллиард год за годом проявляется в их финансовых отчетах, создается впечатление устойчивого конкурентного преимущества, даже когда его нет и в помине.

Проблема здесь вот в чем. Внешне кажется, что инвестиционный банк стабильно зарабатывает хорошие деньги и будет продолжать делать это впредь, однако вполне может случиться так, что заемщики, являющиеся источником их благосостояния, вдруг перестанут платить по долгам. Подобный кризис неплатежей случился совсем недавно и стоил банкам сотен миллиардов долларов убытков. Банки занимали миллиарды долларов, скажем, под 6%, а потом предоставляли кредиты под 8% на покупку домов заемщикам с сомнительной финансовой репутацией, зарабатывая на этом огромные деньги. Но когда в экономике возникли проблемы, заемщики, переживавшие финансовые трудности, один за другим перестали платить по закладным, и денежный поток в банки постепенно иссяк. Эти заемщики не имели надежных источников дохода, а это означало, что их не имели и банки, предоставившие кредиты таким заемщикам.

Анализируя качество и надежность конкурентного преимущества интересующей его компании, Уоррен научился избегать предприятий, которые злоупотребляют заемными средствами ради повышения прибылей. Какими бы заманчивыми ни выглядели их заработки, в долгосрочной перспективе риск все же слишком велик.

ОТЧЕТ О ДВИЖЕНИИ ДЕНЕЖНЫХ СРЕДСТВ

Существует огромная разница между предприятием, которое растет и нуждается в огромных капиталовложениях, и предприятием, которое растет без потребности в капитале.

Уоррен Баффет

ГЛАВА 50

Отчет о движении денежных средств: где Уоррен ищет деньги

Большинство компаний используют в бухучете так называемый метод начислений. Согласно этой методике, продажи учитываются в тот момент, когда товар пересекает порог компании и отправляется к покупателю, даже если последний будет рассчитываться за него еще годы. Существует также кассовый метод учета, согласно которому продажа считается состоявшейся, когда за товар получены деньги. Поскольку к той или иной форме продажи в кредит прибегают практически все предприятия, им выгоднее использовать метод начислений, позволяющий учитывать любую продажу в кредит как доход, который фиксируется в отчете о прибылях и убытках в форме дебиторской задолженности.

Поскольку метод начислений позволяет учитывать продажу в кредит как доход, у компании возникает необходимость вести отдельный учет реального движения денежных средств на счета компании и обратно. С этой целью бухгалтерия составляет отчет о движении денежных средств (или отчет о денежных потоках).

Компания может получать огромные деньги от продажи акций или облигаций и при этом все равно не быть прибыльной. (Точно так же она может с большой прибылью продавать товары в кредит и при этом сидеть без денег.) Отчет о движении денежных средств способен сообщить нам лишь о том, превышает ли сумма денег, поступающих в компанию, те деньги, которые компания тратит (является ли денежный поток «положительным» или «отрицательным»).

Отчет о движении денежных средств подобен отчету о прибылях и убытках в том смысле, что тоже составляется за определенный период времени. Как правило, компании готовят эти отчеты каждый квартал и по итогам финансового года.

Отчет о движении денежных средств делится на три раздела.

Сначала расписывается движение денежных средств, связанное с хозяйственной деятельностью компании: к чистой прибыли прибавляется амортизация. Хотя с точки зрения бухучета амортизация относится к разряду расходов, она не влечет за собой реальное уменьшение денежных средств, поскольку отражает деньги, которые были истрачены годами ранее. В итоге мы получаем совокупный денежный поток от хозяйственной деятельности:

(в миллионах долларов)	
Чистая прибыль	5,981
<u>Амортизация</u>	<u>1,288</u>
Совокупный денежный поток от хозяйственной деятельности	7,269

Далее идут денежные потоки, связанные с инвестиционными операциями. Сюда включаются все капитальные расходы, осуществленные за отчетный период. Они всегда выражаются отрицательным числом, потому что это расходы, вызывающие уменьшение денежных средств на счетах компании.

К капитальным расходам добавляются иные инвестиционные денежные потоки, где объединяются все деньги, потраченные или полученные в связи с покупкой и продажей приносящих доход активов. Если потрачено больше, чем получено, итоговое число получается отрицательным. И наоборот, если получено больше, чем потрачено, итог положительный.

Все это складывается в совокупный денежный поток от инвестиционной деятельности:

(в миллионах долларов)	
Капитальные расходы	(1,648)
<u>Иные инвестиционные денежные потоки</u>	<u>(5,071)</u>
Совокупный денежный поток от инвестиционной деятельности	(6,719)

Наконец, есть раздел денежных потоков от финансовой деятельности: сколько денег в результате этой деятельности покинуло компанию и сколько пришло. Сюда включаются все выплаты дивидендов, а также все случаи продажи и покупки собственных акций компании. Если компания продает акции для финансирования строительства нового завода, ее счета пополняются деньгами, когда же она выкупает ранее выпущенные акции, денег у нее становится меньше. То же самое

относится и к облигациям: их продажа влечет приток денежных средств, а выкуп — отток. В результате получается совокупный денежный поток от финансовой деятельности:

(в миллионах долларов)	
Выплачено дивидендов	(3,149)
Выпуск (выкуп) акций, чистый	(0,219)
<u>Выпуск (погашение) долговых обязательств, чистый</u>	<u>4,341</u>
Совокупный денежный поток от финансовой деятельности	0,973

Теперь, если мы сложим совокупные денежные потоки от хозяйственной, инвестиционной и финансовой деятельности, получится чистое изменение остатка денежных средств:

(в миллионах долларов)	
Совокупный денежный поток от хозяйственной деятельности	7,269
Совокупный денежный поток от инвестиционной деятельности	(6,719)
<u>Совокупный денежный поток от финансовой деятельности</u>	<u>0,973</u>
Чистое изменение остатка денежных средств	1,523

Уоррен обнаружил, что информация, содержащаяся в отчете о движении денежных средств, отчасти может быть очень полезной в плане решения вопроса о наличии или отсутствии у компании устойчивого конкурентного преимущества. Поэтому давайте закатаем рукава и углубимся в мир денежных потоков, чтобы увидеть то, что видит Уоррен, когда ищет компанию, которая принесет ему очередной миллиард.

ГЛАВА 51

Капитальные расходы: их отсутствие является одним из секретов обогащения

Отчет о движении денежных средств (в миллионах долларов)	
→ Капитальные расходы	(1,648)
Иные инвестиционные денежные потоки	(5,071)
Совокупный денежный поток от инвестиционной деятельности	(6,719)

Капитальные расходы представляют собой затраты денежных средств или их эквивалентов на приобретение более перманентных по своей природе активов, таких как здания, оборудование и иное долгосрочное имущество. Сюда же включаются затраты на приобретение таких

нематериальных активов, как патенты. По существу, речь идет об активах, которые будут расходоваться в хозяйственной деятельности компании на протяжении длительного времени (более года) через амортизацию. В отчете о движении денежных средств капитальные расходы фиксируются в разделе инвестиционных операций.

Когда компания покупает новый грузовик, речь идет о капитальных затратах, поскольку стоимость автомобиля будет расходоваться — через амортизацию — на протяжении его срока службы, составляющего, скажем, шесть лет. Но горючее, заливаемое в бак, относится к категории текущих расходов, поскольку его полная стоимость будет вычтена из дохода в течение текущего года.

С точки зрения необходимости капитальных расходов не все компании созданы равными. Многим из них огромные капитальные затраты необходимы просто для поддержания конкурентоспособности. Если они остаются высокими на протяжении ряда лет, то неизбежно и очень сильно сказываются на величине прибылей. Уоррен утверждал, что именно в этом причина, почему он никогда не инвестирует в телефонные компании: колоссальные капитальные затраты на построение коммуникационных сетей серьезно подрывают долгосрочные экономические силы этих предприятий.

Как правило, компании с устойчивым конкурентным преимуществом используют на капитальные расходы меньшую долю своей прибыли, чем те, которые такого преимущества лишены. Давайте рассмотрим несколько примеров.

«Coca-Cola», давнишний фаворит Уоррена, за последние десять лет заработала 20,21 доллара на акцию, а капитальные затраты за тот же период составили лишь 4,01 доллара на акцию, что составляет 19% общей прибыли. «Moody's», компания, с точки зрения Уоррена обладающая устойчивым конкурентным преимуществом, за последние десять лет заработала 14,24 доллара на акцию, а на капитальные | расходы истратила всего 0,84 доллара на акцию, то есть 5% прибыли.

Сравните эти цифры с показателями GM, которая за десять лет заработала 31,64 доллара чистой прибыли на акцию, при том что капитальные расходы за тот же период составили 140,42 доллара на акцию. Еще хуже картина у «Goodyear», у которой чистая прибыль за десять лет составила 3,67 на акцию, а капитальные расходы — 34,88 доллара на акцию.

Если GM использовала на капитальные затраты на 444% больше, чем заработала, а «Goodyear» на 950% больше, где же они брали все эти недостающие деньги? Они были получены за счет банковских займов и продажи публике новых корпоративных облигаций. Такие меры приводят к увеличению долгового бремени компаний, в результате чего резко возрастают процентные расходы, что тоже совсем не хорошо.

Компании «Coca-Cola» и «Moody's», однако, зарабатывают достаточно свободных средств, чтобы проводить программы выкупа акций, которые уменьшают количество акций, находящихся в обращении, одновременно поддерживая задолженность на предельно низком уровне. То и другое является весьма позитивным, с точки зрения Уоррена, и помогло ему без сомнений отнести «Coca-Cola» и «Moody's» в категорию компаний с устойчивым конкурентным преимуществом.

Когда мы смотрим на отношение капитальных затрат к чистой прибыли, нужно просто сложить все капитальные затраты компании за последние десять лет и сравнить их с суммарной чистой прибылью, полученной компанией за тот же период. Рассмотрение данных за десять лет позволяет взглянуть на происходящее в интересующей нас компании в достаточно широкой перспективе и исключить случайные, разовые аномалии.

В исторической перспективе компании с устойчивым конкурентным преимуществом имеют меньшие капитальные затраты относительно величины чистой прибыли по сравнению с другими компаниями. Например, среднегодовые капитальные затраты «Wrigley» составляют 49% чистой прибыли, «Altria» — 20%, «Procter & Gamble» — 28%, «Pepsico» — 36%, «American Express» — 23%, «Coca-Cola» — 19%, «Moody's» — 5%.

Уоррен обнаружил, что если по многолетним данным капитальные расходы компании менее 50% чистой прибыли, это уже является основанием предполагать наличие устойчивого конкурентного преимущества. Если же капитальные затраты не превышают 25% чистой прибыли, то вероятность того, что мы имеем дело с компанией, обладающей конкурентным преимуществом, весьма велика.

А устойчивое конкурентное преимущество — это как раз то, что нас интересует.

ГЛАВА 52

Выкуп акций: не отягощенный налогами путь к обогащению акционеров

Отчет о движении денежных средств (в миллионах долларов)	
Выплачено дивидендов	(3,149)
→ Выпуск (выкуп) акций, чистый	(0,219)
<u>Выпуск (погашение) долговых обязательств, чистый</u>	<u>4,341</u>
Совокупный денежный поток от финансовой деятельности	0,973

В приведенном образце отчета о движении денежных средств показано, что компания выплатила 3,149 миллиона долларов в виде дивидендов, выкупила ранее выпущенные акции на сумму 0,219 миллиона долларов и набрала новых долгов на 4,341 миллиона. Все это обеспечило приток в компанию 0,973 миллиона долларов от финансовой деятельности.

Компании с устойчивым конкурентным преимуществом зарабатывают огромные деньги, что порождает приятную проблему: что с ними делать? Если компания не хочет просто сидеть на деньгах, не видит возможности направить их на расширение собственного бизнеса или вкладывать в другие предприятия, она может либо раздать эти деньги акционерам в виде дивидендов, либо заняться выкупом своих ранее выпущенных акций. Поскольку с дивидендов акционерам приходится платить налоги, Уоррен никогда не любил дивиденды как метод обогащения. Платить налоги никто не любит. Избыток денежных средств Уоррен предпочитает использовать для выкупа акций своей компании. Это ведет к уменьшению числа находящихся в обращении акций, а значит, к увеличению доли компании, приходящейся на одну акцию, что находит отражение в росте прибыли на акцию и, как следствие, в росте рыночных котировок.

Рассмотрим пример. Если компания получила 10 миллионов долларов прибыли и в обращении находится один миллион акций, значит, на каждую из них приходится 10 долларов прибыли. Если мы увеличим число акций до 2 миллионов, прибыль на акцию упадет до 5 долларов. Если же мы, наоборот, уменьшим число находящихся в обращении акций АО 500 тысяч, прибыль в расчете на одну акцию вырастет до 20 долларов. Чем больше акций находится в обращении, тем меньше

прибыли приходится на одну акцию, и наоборот. Таким образом, если компания выкупает свои акции, это способствует росту прибыли на акцию, даже если сама по себе сумма чистой прибыли компании не меняется. Дополнительным преимуществом является то, что этот рост богатства акционеров не облагается налогами, пока держатели акций не захотят их продать.

Уоррен настолько любит такого рода финансовые манипуляции, что побуждает советы директоров всех лучших компаний, где он является совладельцем, выкупать акции, вместо того чтобы наращивать дивиденды. Он использовал этот метод обогащения щ компании GEICO и продолжает его практиковать в «The Washington Post Company».

Чтобы узнать, занимается ли компания выкупом акций, загляните в ее отчет о движении денежных средств и обратитесь к разделу «Денежные потоки от финансовой деятельности». Там вы найдете графу «Выпуск (выкуп) акций». Здесь указывается чистый итог операций по выпуску и выкупу собственных акций компании. Если компания из года в год занимается выкупом акций, можно держать пари? что она обладает устойчивым конкурентным преимуществом, обеспечивающим/компанию избытком свободных денежных средств на проведение этих операций.

Другими словами, одним из индикаторов наличия устойчивого конкурентного преимущества является практика выкупа компанией собственных акций.

ОЦЕНКА КОМПАНИЙ С УСТОЙЧИВЫМ КОНКУРЕНТНЫМ ПРЕИМУЩЕСТВОМ

Я ищу компании, будущее которых, как мне кажется, можно с уверенностью предсказать на десять — пятнадцать лет вперед. Возьмите, к примеру, жевательную резинку «Wrigley's». Я не думаю, что интернет отучит людей жевать.

Уоррен Баффет

ГЛАВА 53

Революционная теория акций-облигаций, и как она сделала Уоррена миллиардером

В конце 1980-х годов Уоррен выступал с речью в Колумбийском университете. Он говорил о том, что компании, обладающие устойчивым конкурентным преимуществом, отличаются такой экономической силой и предсказуемостью в плане роста, что их акции можно считать своего рода акциями-облигациями с постоянно возрастающим купонным (процентным) доходом. Под купонным доходом здесь следует понимать отнюдь не дивиденды, а неуклонно растущую доналоговую прибыль в расчете на акцию.

Вот как Уоррен покупает целую компанию. Он смотрит на ее доналоговую прибыль и спрашивает себя, будет ли эта покупка выгодной относительно экономических перспектив компании и цены, которую запрашивают продавцы. Точно так же он рассуждает и тогда, когда покупает не всю компанию целиком, а только часть ее, то есть акции на фондовом рынке.

Концептуальному превращению акций в акции-облигации способствует наличие у компании устойчивого конкурентного преимущества, которое служит мощным экономическим фундаментом, гарантирующим непрерывное увеличение прибылей. Вслед за этим постепенно происходит и рост рыночных котировок акций, поскольку участники рынка не могут не заметить растущую ценность компании для инвесторов.

Итак, повторимся: для Уоррена акции компании с устойчивым конкурентным преимуществом являются эквивалентом облигаций, а прибыль — эквивалентом купонного или процентного дохода обычных облигаций. Но процентная ставка этих акций-облигаций не фиксирована и возрастает год от года, что, естественно, влечет за собой рост их стоимости.

Именно по такому сценарию развиваются события, когда Уоррен покупает долю компании с устойчивым конкурентным преимуществом. Доналоговая прибыль с каждым годом продолжает расти — благодаря увеличению роста продаж, расширению операций, приобретению новых предприятий или выкупу акций за счет свободных денежных средств, накапливающихся на счетах компании. Этому росту прибылей естественным образом соответствует повышение рентабельности инвестиций, сделанных Уорреном в эти акции-облигации.

Давайте посмотрим, как работает эта теория, на примере.

В конце 1980-х годов Уоррен начал скупать акции «Coca-Cola» по средней цене 6,50 доллара за акцию, при том что доналоговая прибыль составляла 0,70 доллара, а посленалоговая — 0,46 доллара за акцию. По многолетним данным, среднегодовой рост прибылей «Coca-Cola» составлял примерно 15%. Зная это, Уоррен мог рассуждать, что по цене 6,50 доллара он приобрел акции-облигации «Coca-Cola» с первоначальной процентной ставкой 10,7% годовых (если расчет вести на основе доналоговой прибыли). Он мог также рассчитывать на то, что со временем доходность этих акций-облигаций будет возрастать на 15% в год, отражая исторические темпы роста прибылей компании.

Следует понимать, что, в отличие от стоимостных инвесторов, последователей Грэма, Уоррен не утверждает, что акции «Coca-Cola», которые котируются по 40 долларов, на самом деле стоят 60 долларов, а значит, «недооценены». Он говорит совсем на другом языке. Ему предлагают надежные ценные бумаги по цене 6,50 доллара, гарантирующие почти безо всякого риска 10,7% годового дохода, причем есть все основания ожидать, что в ближайшие двадцать лет годовая процентная ставка вырастет до 15%. И тогда он спрашивает себя, является ли такое помещение капитала привлекательным в плане доходности и потенциального риска по сравнению с другими инвестициями.

Для стоимостных инвесторов грэмовского типа доналоговая рентабельность 10,7%, обещающая вырасти до 15%, — цифра непривлекательная, потому что их интересуют только рыночные цены, и они не собираются держать эти бумаги у себя долгие годы, что бы ни происходило с компанией. Для Уоррена же, который планирует владеть акциями-облигациями двадцать и более лет, это инвестиция-мечта.

Чем же она так хороша? Да тем, что с каждым годом отдача от первоначально вложенных денег будет только возрастать и по прошествии нескольких лет превратится в настоящую пирамиду. Судите сами. Первоначальные инвестиции Уоррена в компанию «Washington Post» стоили ему 6,36 доллара за акцию. Тридцать четыре года спустя, в 2007 году, доналоговая прибыль компании составила 54 доллара на акцию, что соответствует посленалоговой прибыли 34 доллара. Это означает, что текущая доналоговая процентная ставка акций-облигаций «Washington Post» составляет для Уоррена 849% годовых, а посленалоговая — 534%. (А вы удивляетесь, как это Уоррен разбогател!)

А как обстоят дела с купленными Уорреном акциями-облигациями «Coca-Cola»?

К 2007 году доналоговая прибыль «Coca-Cola» выросла АО 3,96 доллара на акцию (среднегодовой рост 9,35%), что соответствует 2,57 доллара посленалоговой прибыли. Это означает, что каждая акция-облигация, купленная Уорреном по 6,50 доллара, сейчас приносит ему в год 3,96 доллара дохода, что соответствует годовой процентной ставке 60%. (Если считать посленалоговую прибыль — 40%.)

Фондовый рынок, видя такую отдачу, неизбежно переоценит эти акции в сторону повышения, чтобы рыночная стоимость точнее отражала их возросшую ценность.

Судите сами. В 2007 году процентные ставки долгосрочных корпоративных облигаций находились на уровне 6,5%. В этих условиях акции-облигации «Washington Post», дающие 54 доллара доналоговой прибыли на акцию, имели капитализированную стоимость примерно 830 долларов ($54 : 0,065 = 830$). В реальности акции компании котировались на бирже в 2007 году в диапазоне от 726 до 885 долларов, что вполне согласуется с капитализированной стоимостью.

Тот же самый феномен переоценки акций-облигаций фондовым рынком оказался применим и к компании «Coca-Cola». В 2007 году ее доналоговая прибыль составила 3,96 доллара на акцию (посленалоговая — 2,57 доллара). Если принять во внимание, что средняя процентная ставка корпоративных облигаций составляла 6,5%, то прибыль 3,96 доллара на акцию соответствует капитализированной стоимости 60 долларов ($3,96 : 0,065 = 60$). И действительно, в 2007 году акции «Coca-Cola» котировались на фондовом рынке в диапазоне от 45 до 64 долларов.

Одной из причин, почему фондовый рынок с течением времени неизбежно замечает рост действительной стоимости компании с устойчивым конкурентным преимуществом, является стабильность ее прибылей, из-за чего она становится лакомым объектом LBO. Если на балансе компании мало долгов, если она исторически много зарабатывает, а ее акции котируются достаточно низко, приходит другая фирма и покупает ее, финансируя покупку за счет прибылей самой приобретенной компании. Поэтому, когда процентные ставки снижаются, корпоративные прибыли стоят дороже, потому что способны выдержать больше долгов, и котировки акций возрастают. А когда процентные ставки понижаются, прибыли имеют меньшее значение, потому что способны выдержать меньше долгов. В результате акции котируются дешевле.

Исходя из своего опыта, Уоррен понял, что, если он покупает компанию с устойчивым конкурентным преимуществом, фондовый рынок со временем подтягивает котировки акций-облигаций до уровня, отражающего величину их прибылей относительно доходности долгосрочных корпоративных облигаций. Да, бывают дни, когда рынок настроен пессимистично, и дни, когда он излишне оптимистичен, но в конечном счете именно долгосрочные процентные ставки решают, сколько в реальности стоят долгосрочные инвестиции.

ГЛАВА 54

Постоянно возрастающая доходность, порождаемая устойчивым конкурентным преимуществом

Чтобы еще более обстоятельно разобраться в этом вопросе — а он стоит того, — давайте посмотрим на несколько любимых Уорреном компаний с устойчивым конкурентным преимуществом: насколько с течением времени выросла доходность их акций-облигаций.

В 1998 году компания «Moody's» сообщила о посленалоговой прибыли 0,41 доллара на акцию. К 2007 году эта прибыль выросла до 2,58 доллара на акцию. Уоррен купил акции «Moody's» по 10,38 доллара, и значит, их сегодняшняя посленалоговая доходность составляет 24%, что соответствует доналоговой доходности 38%.

В 1998 году компания «American Express» имела посленалоговую прибыль 1,54 доллара на акцию. К 2008 году прибыль выросла до 3,39 доллара на акцию. Уоррен заплатил за акции «American Express» по 8,48 доллара, а это значит, что их сегодняшняя посленалоговая доходность составляет 40% (что соответствует доналоговой доходности 61%).

Компания «Procter & Gamble», давний фаворит Уоррена, в 1998 года заработала 1,28 доллара посленалоговой прибыли на акцию. К 2007 году эта цифра выросла до 3,31 доллара на акцию. Уоррен купил акции «Procter & Gamble» по 10,15 доллара, а значит, их сегодняшняя посленалоговая доходность составляет 32% (доналоговая доходность — 49%).

Что касается «See's Candy», то в 1972 году Уоррен купил эту компанию целиком за 25 миллионов долларов. В 2007 году ее прибыль до вычета налогов составила 82 миллиона, что соответствует годовой доналоговой доходности акций-облигаций «See's» на уровне 328% относительно первоначальных инвестиций.

Все эти компании обладают устойчивым конкурентным преимуществом, которое из года в год обеспечивает рост их прибылей, в результате чего растет их фундаментальная стоимость. Да, фондовому рынку порой требуется время на размышление, прежде чем он заметит этот рост и отдаст ему должное, но рано или поздно это случится, и уже много раз случалось, чему свидетельство — миллиарды Уоррена.

ГЛАВА 55

Другие методы оценки компании с устойчивым конкурентным преимуществом

Как уже говорилось выше, в 1987 году Уоррен начал покупать акции «Coca-Cola» по средней цене 6,50 доллара за акцию, в то время как доналоговая прибыль компании составляла 0,70 доллара на акцию, а посленалоговая — 0,46 доллара. В исторической перспективе прибыли «Coca-Cola» растут со средней скоростью 10% в год.

Зная это, Уоррен рассуждал, что по цене 6,50 доллара приобрел акции-облигации, имеющие первоначальную доналоговую годовую доходность 10,7%. Он был вправе рассчитывать на то, что с течением времени доходность этих акций-облигаций будет возрастать на 10% в год (что соответствовало среднегодовому росту прибылей за десять лет, предшествовавших 1987 году).

Если в 1987 году он прогнозировал, что прибыли будут расти на 10% в год, значит, к 2007 году доналоговая прибыль «Coca-Cola» должна составить 4,35 доллара на акцию, а посленалоговая — 2,82 доллара. Это означало, что к 2007 году доналоговая доходность акций-облигаций «Coca-Cola» достигнет 66% годовых, что равносильно посленалоговой доходности 43%.

Сколько же должны стоить в 1987 году акции-облигации, доходность которых к 2007 году достигнет 66%? Это зависит от того, какую ставку дисконта мы выберем. Если возьмем 7%, что примерно соответствует тогдашним процентным ставкам долгосрочных облигаций, то, дисконтируя 66%, получим примерно 17%. Умножим 17% на 6,50 доллара (цену, заплаченную

Уорреном) и получим 1,10 доллара на акцию. Умножим 1,10 доллара на 14 (такой был коэффициент Ц/П «Coca-Cola» в 1987 году) и получим 15,40 доллара за акцию. Таким образом, в 1987 году Уоррен мог утверждать, что по цене 6,50 доллара купил акции-облигации, действительная стоимость которых составляла 15,40 доллара — при условии, что он продержит их двадцать лет.

К 2007 году доналоговая прибыль «Coca-Cola» достигла 3,96 доллара на акцию (что соответствует посленалоговой прибыли 2,57 доллара), показав среднегодовой рост 9,35%.

Уоррен вправе утверждать, что купленные им по 6,50 доллара акции-облигации ныне приносят ему доход в размере 3,96 доллара, что составляет 60% доналоговой доходности (или 40% посленалоговой).

В 2007 году акции-облигации «Coca-Cola» оценивались фондовым рынком в диапазоне от 45 до 64 долларов. Доналоговая прибыль компании в том же году составила 3,96 доллара на акцию (что соответствует посленалоговой прибыли 2,57 доллара). Если принять во внимание, что в 2007 году доходность корпоративных облигаций была 6,5% то капитализированная стоимость акций «Coca-Cola» составляла примерно 60 долларов за акцию ($3,96 : 0,065 = 60$). Это вполне согласуется с их рыночной ценой, которая в 2007 году колебалась в пределах 45—64 доллара.

При равной 64 долларам рыночной стоимости акций «Coca-Cola» в 2007 году Уоррен мог рассчитать, что среднегодовая рентабельность его первоначальных инвестиций составила 12,11%. Представьте себе облигации, которые приносят ежегодно 12,11% дохода, не облагаемого налогом. Более того, весь доход реинвестируется в точно такие же облигации с доходностью 12,11%. Да, вам все-таки придется заплатить налоги, когда вы решите продать свои акции-облигации, но пока вы держите их у себя, они продолжают приносить 12,11% дохода из года в год.

Не верите? Судите сами. Прирост капитала Уоррена на акциях «Berkshire» достиг приблизительно 64 миллиардов долларов, но он еще не заплатил ни цента налогов с этой суммы. Самое крупное накопление частного капитала в истории человечества — и ни гроша налогов.

Что может быть лучше?

ГЛАВА 56

Как Уоррен определяет самое подходящее время для покупки фантастически успешного предприятия

В мире Уоррена цена, которую вы платите за ценные бумаги, непосредственно влияет на рентабельность ваших капиталовложений. Поскольку он смотрит на акции компании с устойчивым конкурентным преимуществом как на своего рода облигации, получается, что чем выше цена, которую он за них платит, тем ниже их уровень доходности. Рассмотрим пример. В конце 1980-х годов Уоррен начал скупать акции компании по средней цене 6,50 доллара за акцию. В то время прибыль на акцию составляла 0,46 доллара, а значит, первоначальная доходность инвестиций равнялась 7%. К 2007 году «Coca-Cola» зарабатывала 2,57 доллара на акцию. Фактически это означало, что акции-облигации «Coca-Cola», купленные Уорреном по 6,50 доллара, приносили ему 2,57 доллара годового дохода, что равносильно рентабельности 39,9%. Но вот если бы он купил акции «Coca-Cola» в 1987 году по цене 21 доллар, тогда первоначальная

рентабельность оказалась бы равной лишь 2,2%, а к 2007 году выросла бы только до 12% ($2,57 : 21 = 12\%$), что определенно не такая привлекательная цифра, как 39,9%.

Таким образом, чем дешевле вы покупаете компанию с устойчивым конкурентным преимуществом, тем лучше вам будет в долгосрочной перспективе, а Уоррен мыслит именно в этом направлении. Однако такие замечательные компании редко — если вообще когда-нибудь — продаются настолько дешево, чтобы на них позарился последователь старой школы Грэма. Вот почему инвестиционные менеджеры, придерживающиеся стоимостной доктрины Грэма, чураются сверхуспешных компаний, поскольку они, дескать, слишком дорого стоят.

Так когда же следует покупать акции этих компаний? Для начала на медвежьем рынке. Хотя они могут выглядеть все еще слишком дорогими по сравнению с другими обесценившимися акциями в условиях общего биржевого спада, однако в долгосрочной перспективе покупать их выгоднее. А бывает и так, что даже лучшая компания с самым надежным конкурентным преимуществом неожиданно спотыкается, совершает какую-нибудь глупость, в результате чего котировки ее акций на короткое время обрушиваются вниз. Вспомните хотя бы, какую промашку совершила «Coca-Cola», попытавшись изменить формулу своего знаменитого напитка. Уоррен говорил, что чудесные возможности для покупки открываются тогда, когда превосходная компания сталкивается с разовой и разрешимой проблемой. Главное, чтобы проблема была разрешимой.

А когда лучше держаться от этих суперкомпаний подальше? На вершине бычьего рынка, когда котировки этих чудо-компаний обновляют свои исторические максимумы. Даже компания, обладающая устойчивым конкурентным преимуществом, не принесет инвестору желаемого результата, если ее первоначальная цена слишком высока.

ГЛАВА 57

Как Уоррен определяет время для продажи

С точки зрения Уоррена, акции этих чудесных компаний, пока они пользуются устойчивым конкурентным преимуществом, продавать нельзя. Причина этого проста: чем дольше вы держите их при себе, тем больше богатства они вам приносят. Кроме того, всякий раз, когда вы продаете акции, вам приходится делиться своим богатством с налоговым управлением. А если постоянно делиться с налоговым управлением, очень богатым стать трудно. Судите сами. Принадлежащая Уоррену фирма обеспечила себе прирост капитала в размере 36 миллиардов долларов благодаря инвестициям в компании с устойчивым конкурентным преимуществом. С этого богатства до сих пор не было уплачено ни цента налогов, и не будет уплачено, если Уоррен будет продолжать действовать в том же духе.

И все-таки бывают причины, по которым выгоднее продать одну из таких компаний, чем держать ее. Первая причина — это когда вам нужны деньги, чтобы вложить их в еще лучшее предприятие по еще лучшей цене, что время от времени случается.

Вторая причина — это когда создается впечатление, что компания вот-вот утратит устойчивое конкурентное преимущество. Такое периодически происходит, как случилось с газетами и телекомпаниями. Те и другие издавна были фантастически успешными и прибыльными предприятиями. Но вот появился интернет, и надежность их конкурентного преимущества вдруг оказалась под вопросом. А сомнительное конкурентное преимущество — это не то место, куда следует надолго вкладывать деньги.

Третья причина — это когда на фондовом рынке правят бал «быки», поднимая в безумной покупательской лихорадке стоимость акций этих фантастических компаний выше крыши. В подобных ситуациях текущие котировки акций далеко превосходят долгосрочные экономические реалии бизнеса, которые служат центром притяжения и дне дают акциям улететь в заоблачные выси, постепенно возвращая их на землю. Если акции забираются слишком высоко, бывает попросту выгоднее продать их и вложить вырученные средства во что-нибудь подешевле, чем продолжать держать ' при себе. Взгляните на это под таким углом. Если вы прогнозируете, что ваша компания в ближайшие двадцать лет заработает 10 миллионов долларов, а кто-то сегодня предлагает вам за нее 5 миллионов долларов, вы примете предложение? Если вы сможете получать от вырученных 5 миллионов лишь 2% годового дохода, тогда продавать компанию, вероятно, нет смысла, поскольку за двадцать лет общий рост, рассчитанный по правилу сложного процента, при такой процентной ставке составит лишь 7,4 миллиона долларов. Не слишком много. Но если у вас есть возможность зарабатывать 8% годовых, тогда ваши 5 миллионов за двадцать лет dorастут до 23 миллионов. И в этом случае продажа компании выглядит весьма выгодной сделкой.

Правило здесь простое: когда мы видим, что лучшие компании котируются с коэффициентом Ц/П 40 или выше (а такое время от времени случается), это можно считать сигналом к их продаже. Если вы продаете их на бычьем рынке, когда все акции растут как на дрожжах, не спешите, избавившись от одних акций, покупать другие, столь же переоцененные. Лучше сделать перерыв, вложить деньги в казначейские облигации и дождаться очередного биржевого спада. Поскольку за подъемами всегда следуют спады, проявив терпение, вы можете дождаться одной из тех золотых возможностей приобрести по дешевке акции компаний с устойчивым конкурентным преимуществом, которые со временем сделают вас настоящим богачом. Как сделали Уоррена Баффета.

Приложение

Образец балансового отчета компании с устойчивым конкурентным преимуществом

(в миллионах долларов)

Образец балансового отчета компании с устойчивым конкурентным преимуществом (в миллионах долларов)			
Активы		Обязательства	
Денежные и краткосрочные инвестиции	4,208	Счета к оплате	1,380
		(кредиторская задолженность)	
Товарно-материальные запасы	2,220	Накопленные расходы	5,535
Общая дебиторская задолженность, чистая	3,317	Краткосрочные долги	5,919
Авансовые расходы	2,260	Долгосрочные долги с наступившим	0,133

		сроком оплаты	
Другие текущие активы, всего	0	Другие текущие обязательства	0,258
Всего текущих активов	12,005	Всего текущих обязательств	13,225
Здания, оборудование, средства производства	8,493	Долгосрочные долги	3,277
Гудвилл, чистый	4,246	Отложенный налог на прибыль	1,890
Нематериальные активы, чистые	7,863	Миноритарные пакеты	0
Долгосрочные инвестиции	7,777	Другие обязательства	3,133
Другие долгосрочные активы	2,675	Всего обязательств	21,525
Другие активы	0	Акционерный капитал	
Всего активов	43,059	Привилегированные акции	0
		Обыкновенные акции	0,880
		Эмиссионный доход	7,378
		Нераспределенная прибыль	36,235
		Казначейские акции	-23,375
		<u>Иной капитал</u>	<u>0,626</u>
		Общий акционерный капитал	21,744
		Всего обязательств и акционерный капитал	43,269

Образец балансового отчета компании, лишенной конкурентного преимущества (в миллионах долларов)			
Активы		Обязательства	
Денежные и краткосрочные инвестиции	2800	Счета к оплате (кредиторская задолженность)	22,468
Товарно-материальные запасы	10,190	Накопленные расходы	5,758
Общая дебиторская задолженность, чистая	69,787	Краткосрочные долги	32,919
Авансовые расходы	0,260	Долгосрочные долги с наступившим	0,920

		сроком оплаты	
<u>Другие текущие активы, всего</u>	<u>0,005</u>	<u>Другие текущие обязательства</u>	<u>0,258</u>
Всего текущих активов	108,242	Всего текущих обязательств	62,323
Здания, оборудование, средства производства	40,012	Долгосрочные долги	133,277
Гудвилл, чистый	0,736	Отложенный налог на прибыль	5,890
Нематериальные активы, чистые	0,333	Миноритарные пакеты	0
Долгосрочные инвестиции	43,778	<u>Другие обязательства</u>	<u>3,133</u>
Другие долгосрочные активы	22,675	Всего обязательств	204,623
<u>Другие активы</u>	<u>5,076</u>	Акционерный капитал	
Всего активов	220,852	Привилегированные акции	0,150
		Обыкновенные акции	0,880
		Эмиссионный доход	7,378
		Нераспределенная прибыль	8,235
		Казначейские акции	0
		<u>Иной капитал</u>	<u>-0,414</u>
		Общий акционерный капитал	16,229
		Всего обязательств и акционерный капитал	220,852

Образец отчета о прибылях и убытках компании с устойчивым конкурентным преимуществом (в миллионах долларов)	
Доход	28,857
<u>Себестоимость реализованной продукции</u>	<u>10,406</u>
Валовая прибыль	18,451
Операционные расходы	
Коммерческие и общехозяйственные расходы (SGA)	10,200
Затраты на научные исследования и разработки (НИОКР)	0
<u>Амортизация</u>	<u>1,107</u>

Операционная прибыль	7,144
Процентные расходы	0,456
Доходы (потери) от продажи активов	1,275
<u>Иное</u>	<u>0,050</u>
Прибыль до вычета налогов	7,913
<u>Налог на прибыль</u>	<u>2,769</u>
Чистая прибыль	5,144

Образец отчета о прибылях и убытках компании, лишенной устойчивого конкурентного преимущества (в миллионах долларов)	
Доход	172,455
<u>Себестоимость реализованной продукции</u>	<u>142,587</u>
Валовая прибыль	29,868
Операционные расходы	
Коммерческие и общехозяйственные расходы (SGA)	20,170
Затраты на научные исследования и разработки (НИОКР)	5,020
<u>Амортизация</u>	<u>6,800</u>
Операционная прибыль	(2,122)
Процентные расходы	10,200
Доходы (потери) от продажи активов	0,402
<u>Иное</u>	<u>0,035</u>
Прибыль до вычета налогов	(11,955)
<u>Налог на прибыль</u>	<u>0</u>
Чистая прибыль	(11,955)

Глоссарий избранных терминов

EBITDA — прибыль АО вычета процентов, налогов и амортизационных отчислений.

С этой разновидностью учета прибылей любят иметь дело компании, которые мало зарабатывают. Уоррен считает EBITDA глупостью. Когда вы слышите, что менеджмент компании использует EBITDA, знайте, что данная компания устойчивым конкурентным преимуществом не обладает.

Авансовые расходы — расходы, оплаченные заранее или в начале того отчетного периода, когда компания получит от них отдачу, и потому представляющие собой текущий актив.

Актив — нечто, находящееся в собственности компании и призванное способствовать получению доходов.

Иметь много активов хорошо. Но иметь много активов, приносящих много денег, еще лучше.

Акции в обращении — обыкновенные акции, находящиеся на руках у инвесторов. Не включают в себя казначейские акции, но включают «ограниченные» акции, принадлежащие управленческому персоналу компании.

Резкий рост числа акций, находящихся в обращении, без сопутствующего роста прибылей обычно означает, что компания выпускает новые акции для увеличения своей капитальной базы. Этим обычно занимаются заурядные компании, которых Уоррен сторонится.

Акционерный капитал — чистая (балансовая) стоимость бизнеса. Равняется разности активов и обязательств.

Амортизация. Материальные активы по мере их использования изнашиваются. Этот износ учитывается путем амортизационных отчислений.

Амортизации могут подвергаться также и нематериальные активы, такие как гудвилл и патенты. В реальности патент, конечно, не изнашивается, просто его стоимость разносится как расходы на весь срок его действия.

Балансовая стоимость — все активы компании за вычетом ее обязательств. Разделите эту величину на число находящихся в обращении акций, и вы получите балансовую стоимость одной акции.

Рост балансовой стоимости — дело хорошее; когда же она уменьшается — это плохо.

Балансовый отчет — краткий перечень активов, обязательств и собственного капитала компании по состоянию на определенную дату, например на конец финансового года.

Балансовый отчет можно описать как моментальный снимок финансового состояния компании на конкретную дату. Нет такой вещи, как балансовый отчет за период времени. Балансовый отчет сообщает вам о том, сколько вы имеете и сколько должны. Вычитая из одного другое, вы узнаете, сколько стоите.

Валовая маржа — отношение валовой прибыли к валовой выручке от продаж.

Чем она больше, тем лучше. Компании с устойчивым конкурентным преимуществом имеют, как правило, высокую валовую маржу.

Валовая прибыль — валовая выручка от продаж за вычетом себестоимости реализованной продукции.

Она важна тем, что от нее отсчитываются все остальные финансовые показатели.

Гудвилл — превышение рыночной стоимости актива над его балансовой стоимостью.

Компания имеет балансовую стоимость в размере 10 долларов за акцию, а продается по цене 15 долларов за акцию. Лишние 5 долларов на акцию будут учтены в балансовом отчете покупателя в разделе «Гудвилл».

Дебиторская задолженность — деньги, которые покупатели должны компании за поставленные, но еще не оплаченные товары и услуги.

Иметь большую дебиторскую задолженность — хорошо, но иметь живые деньги — еще лучше.

Денежный поток — количество денежных средств, притекающих в компанию или покидающих ее за определенный период времени. Денежные потоки отслеживаются в отчете о движении денежных средств.

Долгосрочный долг — долг, имеющий срок погашения более года.

Компании с устойчивым конкурентным преимуществом, как правило, имеют минимум долгосрочных долгов или не имеют их совсем.

Доход (выручка) — деньги, полученные компанией от продажи своих товаров и услуг.

Все начинается с дохода, но никогда не используйте его как единственный критерий оценки бизнеса, если только вы не работаете на Уолл-стрит и не пытаетесь продавать публице акции компании, которая имеет много дохода, но мало прибыли.

Заурядный бизнес — компания, не обладающая устойчивым конкурентным преимуществом и страдающая от сильного давления со стороны конкурентов.

Инвестиции в такие компании в долгосрочной перспективе сделают вас только беднее.

Казначейские акции — обыкновенные акции, ранее выпущенные компанией, а затем выкупленные ею у акционеров. Они не дают права голоса и права на получение дивидендов и не должны включаться в число акций, находящихся в обращении.

Наличие на балансе компании казначейских акций может свидетельствовать об устойчивом конкурентном преимуществе.

Капитальные расходы — суммы, затрачиваемые компанией на создание или обновление инфраструктуры.

Компании с устойчивым конкурентным преимуществом имеют, как правило, меньшие капитальные затраты.

Коммерческие и общехозяйственные расходы (SGA) — прямые и косвенные затраты компании, связанные с продажей продукции, а также все общие и административные расходы, понесенные за отчетный период. Сюда входит зарплата управленческого персонала, расходы на рекламу, всевозможные командировочные, комиссионные, гонорары юристам и т. п.

Чем их меньше, тем лучше.

Конкурентное преимущество — превосходство над конкурентами, позволяющее компании зарабатывать больше денег.

Чем больше компания зарабатывает, тем больше радости это доставляет акционерам. Уоррен интересуется только теми компаниями, которые обладают конкурентным преимуществом и способны удерживать его на протяжении длительного времени.

Коэффициент текущей ликвидности — отношение текущих активов к текущим обязательствам.

Коэффициент текущих активов имеет мало пользы с точки зрения поиска компаний с устойчивым конкурентным преимуществом.

Накопленная амортизация — совокупность всех амортизационных отчислений, сделанных в отношении данного актива.

Бухгалтеры ведут учет всему, в том числе и обесцениванию активов. Накопленную амортизацию можно представить как большой мусорный ящик, в котором скапливаются обломки стареющих активов.

Недооцененная компания — компания, рыночная цена которой ниже ее долгосрочной стоимости как бизнеса.

Бенджамин Грэм покупал акции недооцененных компаний и зарабатывал на этом миллионы. Уоррен покупал акции компаний с устойчивым конкурентным преимуществом и заработал миллиарды.

Нематериальные активы — активы типа патентов и авторских прав, которые нельзя пощупать руками, но которые приносят доход.

Их можно представить как монополии, защищаемые законом, то есть как своего рода устойчивое конкурентное преимущество. Единственная проблема с патентами заключается в том, что срок их действия рано или поздно истекает и защита утрачивается. Продукт, ранее защищенный патентом, получает право выпускать кто угодно, и компания утрачивает конкурентное преимущество, которое обеспечивалось этим патентом. В этом и заключается причина, почему Уоррен всегда сторонился фармацевтических компаний.

Нераспределенная прибыль — накапливаемая компанией чистая прибыль, которая не выплачивается в форме дивидендов.

Стабильный долгосрочный рост нераспределенной прибыли является одним из признаков компании с устойчивым конкурентным преимуществом.

Облигации — ценные бумаги, представляющие собой долгосрочные долговые обязательства.

Компании с устойчивым конкурентным преимуществом воздерживаются выпускать много облигаций, потому что не имеют нужды влезать в долги. А не иметь долгов — это хорошо.

Обыкновенные акции — ценные бумаги, олицетворяющие долевое владение компанией. Держатели обыкновенных акций вправе избирать совет директоров, получать дивиденды. Им же достаются средства от продажи компании после погашения всех ее долгов.

Уоррен разбогател, покупая обыкновенные акции самых успешных компаний.

Обязательства — долги и деньги, которые компания должна кому-либо.

Обязательства компании перечисляются в ее балансовом отчете. Иметь их не очень хорошо. Всякая компания должна стремиться к тому, чтобы их было как можно меньше.

Операционная прибыль — прибыль компании от ее основной деятельности. Иногда ее называют «прибыль до уплаты процентов и налогов» (ЕБИТ).

Операционные расходы — расходы, связанные с деятельностью компании, но не относящиеся непосредственно к себестоимости реализованной продукции.

Чем они меньше, тем лучше.

Отчет о прибылях и убытках — отчет, в котором указываются доходы и расходы компании за определенный период.

Отчет о прибылях и убытках за один год нам мало что говорит. Если мы всерьез хотим выяснить, обладает ли компания устойчивым конкурентным преимуществом, нужно рассмотреть отчеты о прибылях и убытках за последние пять — десять лет.

Привилегированные акции — акции, по которым выплачиваются фиксированные дивиденды и которые не дают права голоса.

Компании с устойчивым конкурентным преимуществом, как правило, привилегированных акций не выпускают.

Процентные расходы — проценты, которые компания выплачивает по своим кратко- и долгосрочным обязательствам.

Компании, лишенные устойчивого конкурентного преимущества, вынуждены нести большие процентные расходы, потому что у них много долгов. Компании, обладающие устойчивым конкурентным преимуществом, долгов почти не имеют и потому проценты почти не платят.

Расходы на исследования и разработки (НИОКР) — деньги, затраченные компанией на разработку новых продуктов и их усовершенствование.

Компании с устойчивым конкурентным преимуществом имеют, как правило, небольшие затраты на НИОКР.

Рейтинг AAA — наивысший рейтинг, присваиваемый агентством «Standard & Poor's» компаниям, имеющим наилучшие финансовые показатели.

Лучше этого быть не может. Компания, имеющая такой рейтинг, воистину золотая.

Рентабельность акционерного капитала — отношение чистой прибыли к величине акционерного капитала.

Это один из критериев наличия устойчивого конкурентного преимущества. Чем эта рентабельность выше, тем лучше.

Себестоимость реализованной продукции — себестоимость товаров, проданных за отчетный период. Или же стоимость сырья и производства готовой продукции.

Низкая себестоимость относительно продажной цены — дело хорошее; высокая себестоимость — это плохо.

Текущие активы — денежные средства или активы, которые должны быть превращены в деньги в течение года. Они составляют отдельный раздел балансового отчета и включают в себя денежные средства и их эквиваленты, дебиторскую задолженность, товарно-материальные запасы и авансовые платежи.

Текущие обязательства — долги, которые должны быть погашены в течение года.

Товарно-материальные запасы — готовая или находящаяся в процессе производства продукция компании, которая со временем должна быть продана потребителям.

Если объем продаж снижается, а количество товарно-материальных запасов растет — берегитесь.

Устойчивое конкурентное преимущество — превосходство компании над конкурентами, которое удастся поддерживать на протяжении длительного времени.

В этом секрет успеха Уоррена и причина, по которой вы читаете эту книгу.

Финансовые отчеты — балансовый отчет, отчет о прибылях и убытках и отчет о движении денежных средств.

Эти отчеты показывают, что в компании хорошо, а что не очень, но если действительно хотите знать, что происходит в компании, следует изучать отчеты за несколько лет.

Финансовый рычаг — количество долгов компании относительно величины акционерного капитала.

Большая величина финансового рычага на протяжении длительного времени обычно свидетельствует об отсутствии устойчивого конкурентного преимущества.

Чистая прибыль — прибыль компании после вычета всех расходов и налогов.

Чем выше чистая прибыль, тем лучше. И чем она стабильнее, тем выше вероятность наличия устойчивого конкурентного преимущества.

Слова благодарности

Мы в большом долгу перед Уорреном Баффетом за его многолетнюю доброту, щедрость и мудрость. Даже миллиона благодарностей в его адрес было бы недостаточно.

Мы также счастливы, что нашим издательством стала компания «Scribner», и хотим особо поблагодарить издателей Сюзан Молдоу и Роз Риппель, которые предоставили нам большую свободу при написании этой книги. Спасибо Роз также и за ту финишную правку, на которую способен лишь воистину великий редактор.

Особое спасибо нашему бывшему издателю Элинон Роусон, которая, проявив немалую дальновидность, опубликовала нашу первую книгу, «Баффетологию».

Я, Мэри, хочу посвятить эту книгу самым важным людям в моей жизни: моим детям Эрике, Николь и Сэму, которые одарили меня любовью и счастьем и которыми я все больше горжусь; моим сестрам: Дороти Мэнли, которая всегда оказывалась рядом, и Лоре Монс, которая продолжает оставаться очень важной частью моей жизни; Джиму Мэнли, моему зятю, который всегда вдохновлял нас стремиться к совершенству.

Благодарю также Джо Кэмпбелла, добрейшего человека; Джослин Скиннер, мою лучшую подругу, которая заставляет вертеться мой мир; удивительного Ричарда Бэнгса, любителя

приключений и настоящего друга; Скотта Дэггарта, за его дружбу и ценнейшие советы; Риту Уотник и Майкла Стойлу, которые всегда верили в меня и помогали во всех моих начинаниях; моего нового друга, блистательного Боба Макэлви; чудесную Дебби Левин, за ее дружбу и замечательную работу, которую она выполняет на посту президента «Ассоциации природоохранных СМИ»; Кена Спрэтворда, который всегда готов прийти на выручку, как служба 911; Януша Калу, который не дает мне терять присутствие духа. Спасибо также Джей Хилл, соавтору моего блога, умнейшей девушке из всех, кого я знаю. И самое душевное спасибо великому музыканту и композитору Кену Хэнкинсу, чья музыка постоянно вдохновляет меня.

Дэвид хочет поблагодарить Кейт и Декстера за их любовь, Сэма и Энди за то, что они такие замечательные братья, Синди Коннолли и Боба Айзенберга, самых лучших друзей, какие только могут быть. Особую благодарность он выражает художникам Терри Розенбергу и Стиву Джою, которые всегда отзываются, если их пригласить на кофе, и кинорежиссеру Александру Пейну за тонкие и содержательные беседы. Еще он говорит спасибо Тодду Саймону за очень многое, что он сделал для нас, в том числе за то, что познакомил нас с Бетианой и Мией.

Кроме того, Дэвид благодарит Джерри Спенса, прокурора из штата Вайоминг, за его дружбу и полезные наставления на протяжении многих лет. Нет более полезного и интересного друга, чем он.

Наконец, мы оба благодарны Бенджамину Грэму, посадившему дерево, в тени которого мы все теперь сидим.

Об авторах

Баффет — лектор и автор книг, посвященных инвестиционным методам Уоррена Баффета. Дэвид Кларк является признанным специалистом в сфере «баффетологии» и директором-партнером частной инвестиционной группы в Омахе. Совместными усилиями они написали четыре бестселлера об инвестиционных методах Уоррена Баффета. Их книги, «Дао Уоррена Баффета», «Баффетология», «Новая баффетология» и «Практическая баффетология», опубликованы на семнадцати языках, включая китайский, русский, иврит и арабский.