Игорь ГАЛАКТИОНОВ,
эксперт по фондовому рынку, БКС Брокер

Дивидендные акции vs облигации: нюансы выбора

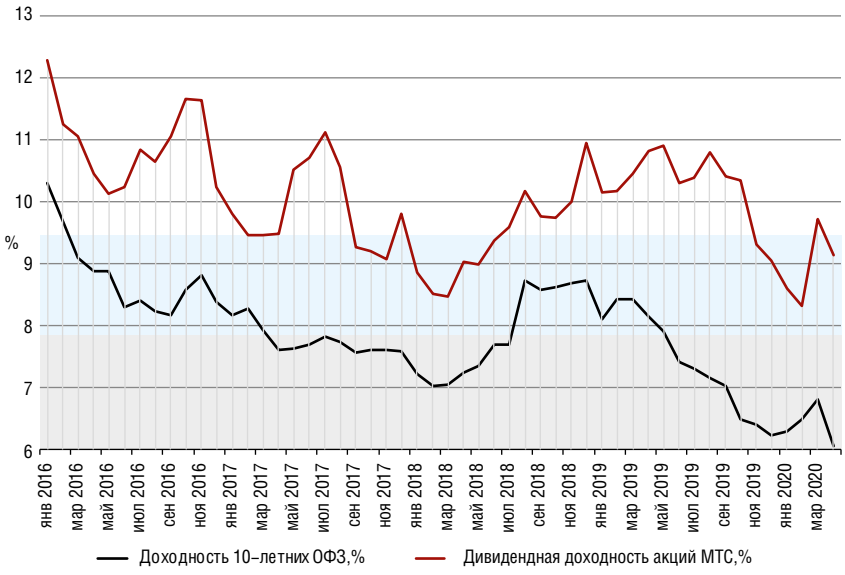
Дивидендные акции имеют много общего с длинными облигациями. Благодаря этому стратегии инвестирования в упомянутые инструменты имеют сходные черты и часто рассматриваются как взаимозаменяющие. И у одного, и у другого инструмента есть свои плюсы и минусы, которые следует рассмотреть перед тем, как сформировать окончательное мнение о выборе той или иной ценной бумаги для решения конкретной финансовой задачи.

Ключевым сходством дивидендных акций и облигаций является регулярный денежный поток, который обеспечивают инвестору оба инструмента. Если по обычной акции значительный вклад в совокупную доходность вносит рост стоимости самой бумаги, то дивитикеры, как правило, представляют собой бумаги зрелых компаний, исчерпавших потенциал роста выше темпов инфляции, но генерирующих стабильную прибыль. Такие акции имеют ограниченный потенциал роста, и распределенная в виде дивидендов прибыль является основным доходом акционеров, по аналогии с купонным доходом у держателей облигаций.

По сути дивидендная акция представляет собой бесконечный флоатер, купон которого зависит от прибыли компании-эмитента. Если правила этой зависимости, определяемые дивидендной политикой, прозрачны и стабильны, то акцию называют дивидендной фишкой. Если же понятного и последовательного порядка определения выплат не наблюдается, то рынок, как правило, рассматривает такую бумагу как обычную акцию.

Чем более стабильны и предсказуемы дивиденды компании, тем больше акция

Рисунок 1
Динамика дивидендной доходности акций МТС и доходности 10-летних ОФЗ



Источник: БКС Брокер

ведет себя как облигация с фиксированным купоном и тем корректнее динамика ее стоимости описывается смещением кривой процентных ставок. Соответственно, в период снижения процентных ставок мы получаем «квазиоблигацию», цена которой растет в ответ на сокращение требуемой инвесторами доходности.

Ярким примером дивитикера может являться акция компании «МТС». С 2016 года акция стабильно позиционируется как «квазиоблигация» с фиксированным размером годового дивиденда. Невооруженным взглядом можно увидеть корреляцию между динамикой дивидендной доходности МТС и доходности 10-летних ОФЗ, которые в данном случае выступают в качестве индикатора изменения процентных ставок.

ИНВЕСТИЦИИ В КВАЗИОБЛИГАЦИИ

Таким образом, квазиоблигацией можно назвать акцию, дивиденд по которой фиксирован или близок к фиксированному в абсолютном выражении. На российском рынке в качестве таких бумаг в настоящий момент можно отметить акции МТС, МГТС, ЛСР, «Юнипро», ФСК ЕЭС, «Ростелекома» (АО и АП).

Ключевым отличием квазиоблигации от облигации является то, что будущие финансовые показатели даже самых стабильных компаний имеют особенность изменяться под влиянием разнообразных факторов. Компании из циклических отраслей могут снизить дивиденды в ответ на негативную конъюнктуру рынка, акционерные общества с крупным мажоритарным акционером могут внезапно изменить дивидендную политику. Не стоит списывать со счетов и форс-мажорные обстоятельства, к которым можно отнести аварии на производстве или кризисы в экономике.

Таким образом, доходность по дивидендной акции, при прочих равных, должна компенсировать инвестору повышенный риск по сравнению с покупкой облигации, выпущенной эмитентом с сопоставимым кредитным рейтингом.

Также предпочтения в пользу дивидендных бумаг имеет смысл отдавать в периоды снижения процентных ставок, когда положительная переоценка стоимости акции может обеспечить высокую дополнительную доходность над уровнем дивиденда. По итогам 2019 года такая стратегия показала отличный результат.

Модельный портфель, составленный из четырех квазиоблигаций в равных долях, не только обогнал ключевые бенчмарки российского долгового рынка, но и не уступил индексу полной доходности Московской биржи, демонстрируя высокую эффективность описанной стратегии в период снижения ставок. В модельный портфель вошли акции МТС, ЛСР, «Юнипро» и ФСК ЕЭС.

ОЦЕНКА СПРАВЕДЛИВОЙ СТОИМОСТИ ДИВИДЕНДНОЙ АКЦИИ

Оценка справедливой стоимости дивидендной акции имеет много общего с ценообразованием облигаций. Для решения этой задачи будущие дивидендные выплаты дисконтируются по соответствующей процентной ставке. Этот метод называется «модель дисконтирования дивидендов» (Dividend Discount Model, DDM).

В простейшем варианте для квазиоблигации с фиксированным дивидендом DDM представляет собой формулу, обратную расчету бесконечной ренты: годовой дивиденд необходимо разделить на требуемую рынком доходность.

Если размер дивидендов является плавающим и представляет собой не фиксированную величину, а, например, процент от прибыли, то в знаменатель формулы следует подставить разность ставки дисконтирования и ожидаемого среднегодового темпа прироста дивидендов. Эту формулу называют формулой Гордона.

В более сложных случаях, когда есть основания ожидать нелинейного изменения дивидендов на обозримом горизонте, инвестор может составить прогнозный ряд на несколько лет вперед и продисконтировать все выплаты по соответствующей ставке. Прибавив к полученной сумме результат формулы Гордона для постпрогнозного периода, инвестор получит результат двухфазной модели DDM, которая является наиболее универсальным инструментом для оценки дивидендных акций. По своей сути такая модель аналогична методу дисконтирования денежных потоков, за тем исключением, что во внимание принимаются только прямые выплаты акционерам.

На российском рынке подобный подход вполне может быть справедливым, например, для оценки акций производителей стали: «Северсталь», ММК, НЛМК. Потенциал органического роста отрасли практически исчерпан, поэтому металлурги выплачивают весь свободный денежный поток на дивиденды, будучи ограниченными только уровнем долговой нагрузки и конъюнктурой рынка стали. К аналогичной практике постепенно переходят компании «АЛРОСА», «Татнефть» и «ЛУКОЙЛ».

Если перед инвестором стоит задача сравнить по привлекательности покупку дивидендной фишки и покупку длинной облигации, то можно решить ее достаточно просто. В модели DDM в качестве ставки дисконтирования можно использовать доходность сопоставимой облигации плюс премию за риск, определяемую на основании экспертной оценки или статистических данных. Если полученная стоимость акции ниже рыночной цены, значит, акция является потенциально более выгодным активом.

ДИВИДЕНДНЫЕ ФИШКИ «СО ВСТРОЕННЫМ ОПЦИОНОМ»

Дивидендная акция может быть привлекательнее облигации, даже несмотря на связанный с ней дополнительный риск, если в будущем может реализоваться некое маловероятное и сложнопредсказуемое событие, которое принесет инвестору дополнительный доход. Это могут быть спецдивиденды от продажи крупного актива, рост прибыли и дивидендов за счет благоприятной конъюнктуры рынка или смена дивидендной политики с повышением payout ratio. Такие дивитикеры условно назовем бумагами «со встроенным опционом».

В качестве яркого примера можно привести акции «Газпрома», которые в мае 2019 года всего за пару недель дали держателям около 50% доходности в виде роста цены после неожиданного увеличения payout ratio. Можно, конечно, возразить, что в широком смысле акции «Газпрома» никогда

не позиционировались как дивидендная фишка. Однако на протяжении 7 лет ценная бумага стояла в боковике, и по факту единственным источником дохода для инвесторов был среднегодовой дивиденд в размере около 6%.

Державшие акцию миноритарии могли рассчитывать лишь на то, что однажды длительные дорогостоящие проекты будут завершены и компания начнет выплачивать часть прибыли акционерам. В мае 2019 года этот «опцион» реализовался, и инвесторы смогли получить долгожданный результат.

Примечательно, что на фоне распродаж из-за эпидемии коронавируса акции «Газпрома» растеряли значительную часть прироста с мая 2019 года и сегодня вновь позволяют зафиксировать неплохую дивдоходность. Разумеется, если «Газпром» не вернется к прежней дивидендной политике и выплатам менее 10 рублей на акцию.

Здесь необходимо уточнить важный факт. Если перспективы высоких дивидендов очевидны и есть признаки того, что рынок закладывает эти ожидания в котировки, то «опцион» может сработать и в обратном направлении. Хороший пример в том же 2019 году показали привилегированные акции «Башнефти». Когда ожидания роста выплат до 50% по МСФО не оправдались, акции за один день потеряли почти 9% и продолжили снижение в следующие месяцы.

КАКИЕ СТРАТЕГИИ МОГУТ БЫТЬ ЭФФЕКТИВНЫ В 2020 ГОДУ

На фоне кризисных явлений весны 2020 года высок соблазн оставить большую часть инвестиционного капитала в менее рискованных облигациях и держаться подальше от волатильного рынка акций. В то же время именно акции в период восстановления могут обеспечить наиболее высокий возврат на вложенный капитал.

Особенно это справедливо сейчас, когда кривая доходностей практически вернулась к февральским уровням, а Банк России вернулся к тренду на смягчение денежно-кредитной политики. В то время как растущие компании могут разочаровать своих инвесторов снижением темпов роста в период экономического спада, дивидендные фишки выглядят наиболее интересной идеей для умеренно консервативного инвестора. Переоценка рыночной стоимости бумаг в сумме с причитающимся дивидендом может обеспечить солидную доходность, несравнимо более высокую, чем сулят облигации.

Если инвестор располагает желанием и возможностью разместить часть своего портфеля на рынке акций, то сейчас для этого может оказаться самый подходящий момент: мультипликаторы российских компаний низкие, процентные ставки снижаются, и перспективы восстановления экономики до сих пор в значительной степени не учтены в котировках.

Разумеется, в сегодняшних условиях не приходится говорить о краткосрочных вложениях в акции. Высокая волатильность не позволяет рассчитывать, что инвестор сможет в любой момент вывести инвестированный капитал для собственных нужд. Ту часть капитала, для которой критична ликвидность, имеет смысл оставить в облигациях, в то время как горизонт инвестирования в дивидендные акции должен быть не менее 1.5–2 лет.

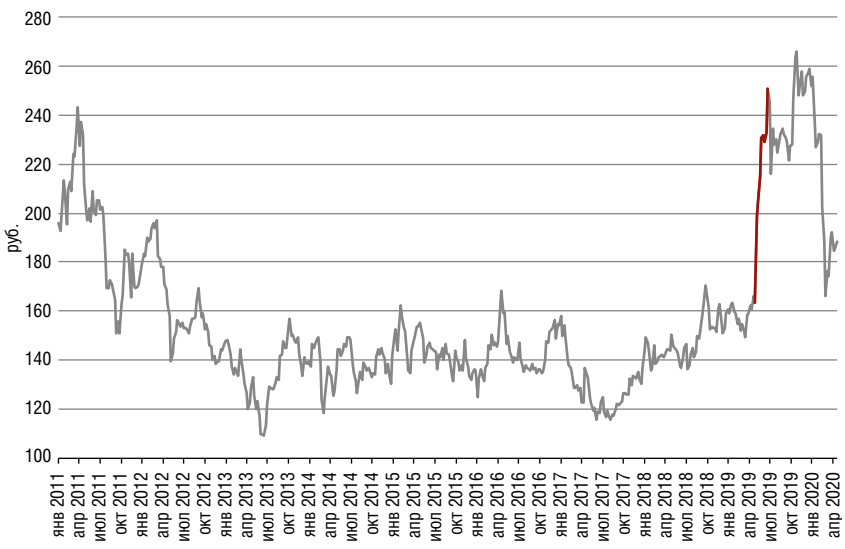
Наиболее интересными выглядят акции с высоким форвардным размером дивидендов, выпущенные компаниями, деятельность которых не пострадает или даже выиграет от общемирового карантина. Очевидно, в первую очередь это истории, ориентированные на IT и телекоммуникации. Также сильными, скорее всего, останутся потребительский сектор, ретейл, электроэнергетика и химическая промышленность.

Таблица 1
Доходность модельного портфеля из квазиоблигаций в сравнении с индексами

Инструмент	Доходность в 2019 г.
Модельный портфель с учетом дивидендов	38.59%
Индекс Московской биржи Total Return (брутто)	36.92%
Индекс гособлигаций RGBITR	20.13%
Индекс корпоративных облигаций RUCBITR	14.52%

Источник: БКС Брокер

Рисунок 2
Динамика котировок акций «Газпрома»



Источник: БКС Брокер