

Изменения в процентных ставках по-разному отражаются на акциях роста и на акциях стоимости

Все финансовые активы в мире получают свою оценку в сравнении. У всего есть альтернатива. Самым распространенным классом активов для сравнения является безрисковая ставка или попросту – государственные облигации.

Лучше всего выбрать страны, допускающие дефолт крайне редко.

В таких странах если вы купили государственную облигацию до погашения, ваш основной риск - это риск инфляции. Риск дефолта по такой облигации невелик, так как эмитент облигации может напечатать любое количество денег для погашения. Самая популярная в мире безрисковая ставка - это доходность по 10-летним облигациям Казначейства США.

Допустим, инфляция в США 2%, а доходность по 10-летней казначеской облигации 4%.

Вы получаете реальную доходность 2%.

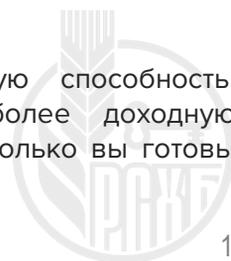
Вопрос: *какая доходность соблазнит вас купить вместо казначейских бондов дивидендную акцию?*

Всем очевидно, что у акции гораздо больше волатильность, а также появляется еще и кредитный риск. То есть, покупателю требуется премия за дополнительный риск.

Используя приведенный выше пример, допустим, что ожидаемая среднегодовая доходность на протяжении следующих 10 лет в размере 6% по выбранной акции, заставит вас передумать покупать безрисковые казначейские облигации. То есть, за дополнительный риск, связанный с инвестированием в дивидендную акцию, вам потребуется дополнительная премия по доходности в 4%.

Теперь предположим, что через 10 лет доходность по 10-летней трежеру стала 1%, а инфляция осталась 2%. Таким образом, ваша реальная доходность стала -1%.

То есть, вы теряете покупательную способность. Разумеется, вы начнете искать более доходную альтернативу для своего капитала. Сколько вы готовы заплатить за хорошую акцию?



Если вы по-прежнему хотите получать премию за дополнительный риск в размере 4%, то вы купите только акции, которые обещают не менее 5% среднегодовой доходности в следующие 10 лет.

Поскольку вы сравниваете акции с исторически очень дорогими облигациями Казначейства США, вы купите аналогично дорогую акцию. Покупая такую акцию, вы должны учитывать риски возможного роста процентных ставок.

DCF модель (discounted cash flow) основывается на дисконтированных денежных потоках и позволяет определить справедливую стоимость актива.

В 2000 году доходность по S&P500 была всего 2,5% на фоне доходности в 6,5% по 10-летней облигации Казначейства. Неудивительно, что в том году выгоднее было покупать казначейские бонды, а акции как раз тогда и рухнули.

У любого правила есть исключения. После Второй Мировой войны в США были низкие процентные ставки и дешевые акции одновременно, но исключения только подтверждают правило.

Самый лучший способ оценить премию за риск по акциям – это воспользоваться DCF моделью и сравнить полученный результат с доходностью к погашению по 10-летней ОФЗ (для российских акций).

Однако этого недостаточно. Желательно также иметь представление о «большой картине мира».

Самый доступный способ - это из доходности по S&P500 (доход на акцию, поделенный на цену акции) вычесть доходность 10-летней казначейской облигации. Еще лучше рассчитывать этот показатель скорректированным на темп инфляции за прошедшие лет десять – в таком случае вы получите представление о доходностях на протяжении всего бизнес-цикла, а не одного конкретного года, который может быть нетипичным.

Совершенно бесспорно, что в долгосрочной перспективе повышающиеся процентные ставки приводят к понижению оценок акций, а пониженные процентные ставки приводят к подорожанию рыночных мультипликаторов по акциям.

Некоторые компании создают прорывные и революционные технологии, за которые инвесторы согласны платить дорого. Большинство компаний - это созревшие бизнесы со стабильными денежными потоками, выплачивающие стабильные дивиденды.

Акции роста относятся к первым; акции стоимости – к последним.

Оцениваются такие акции по-разному. Если среди первых наблюдается пузырь, то акции вторых будут предпочтительнее в последующие 10 лет.

Однако изменение процентных ставок также оказывает сильное и различающееся влияние на перформанс акций роста и стоимостных акций.

Например, темп роста выровняется с ожидаемым темпом инфляции.

Последняя оценка на 44,7% дороже первой, хотя компания одна и та же.

Пример для акции стоимостной компании:

Допустим, перед нами компания, генерирующая \$100 тыс в год свободного денежного потока. Мы ожидаем, что она будет расти в следующие 10 лет по 5% в год, а затем темп роста замедлится до 3% в год.

Если мы хотим получать 12% годовых в следующие 25 лет на наши инвестиции, то мы заплатим "цена акции/свободный денежный поток" = 11: мы продисконтируем поток будущих платежей этой компании по ставке 12%. Тогда настоящая стоимость всех потоков платежей за 25 лет в будущем будет равна \$1,096 млн.

А теперь рассмотрим ту же самую компанию, но только процентная ставка стала на 4% ниже. В таком случае наша ставка дисконтирования уже будет не 12%, а 8%. Следовательно, продисконтировав все будущие платежи по 8%, мы получим \$1,586 млн, а наш мультипликатор «цена акции/FCF» станет равен 16.

Пример для акции роста:

Свободный денежный поток компании опять \$100 тыс, но мы ожидаем, что она будет расти по 20% в год первые 5 лет, потом по 15% в год следующие 5 лет, затем по 10% в год еще 5 лет, по 5% в год последние 5 лет, а далее по 3% в год.

Если мы продисконтируем стоимость всех будущих платежей за 25 лет по ставке 12%, то получим \$2,860 млн, то есть мы заплатим «цена акции/свободный денежный поток»: 29.

Но если мы вместо 12% используем ставку 8%, то используя ту же формулу, мы получим уже \$4,628 млн. Иными словами, наш коэффициент Price/FCF станет равен 46. Последняя оценка на 61,8% дороже, чем в первом примере.

В случае с акцией стоимости понижение процентной ставки привело к подорожанию оценки «всего» на 44,7%, в то время как в случае с акцией роста подорожание составило уже 61,8%. Это произошло из-за того, что у компании роста большая часть совокупного денежного потока отнесена дальше в будущее по сравнению с компанией стоимости, у которой денежные потоки выплачиваются «здесь и сейчас».

Таким образом, мы видим, что акции роста более чувствительны к безрисковой ставке, чем акции стоимости.

АО «Россельхозбанк»

Генеральная лицензия на осуществление банковских операций № 3349 (выдана Банком России 12.08.2015)
Лицензия на осуществление брокерской деятельности (выдана Федеральной службой по финансовым рынкам от 19.05.2005 №077-08455-100000)

Представленные в настоящем документе сведения носят исключительно информационный характер, оценки и мнения выражены с учетом ситуации на дату публикации документа. Настоящий документ не является предложением по покупке либо продаже финансовых инструментов и не должен рассматриваться как рекомендация к действиям.

Представленная информация не может рассматриваться в качестве гарантий или обещания будущей доходности вложений. Представленная информация, мнения и оценки подготовлены на основе публичных источников, которые рассматриваются Банком как надежные. Однако за достоверность предоставленной информации АО «Россельхозбанк» ответственности не несет. Информация и мнения, содержащиеся в настоящем документе, если прямо не указано иное, представлены АО «Россельхозбанк» на соответствующую дату. Банк оставляет за собой право по своему усмотрению без предварительного уведомления клиентов изменять либо не актуализировать информацию и мнения, содержащиеся в данном документе. Клиентам не следует полагаться исключительно на содержание данного документа в ущерб проведению собственного анализа. Банк, его аффилированные лица и сотрудники не несут ответственности за использование данной информации, за прямой или косвенный ущерб, наступивший вследствие использования представленной в настоящем документе информации, а также за ее достоверность. Банк не дает гарантий или заверений и не принимает какой-либо ответственности в отношении финансовых результатов, полученных на основании использования информации, содержащейся в настоящем документе. Стоимость инвестиций может как уменьшаться, так и увеличиваться, и клиент может в конечном счете не получить первоначально инвестированную сумму.

АО «Россельхозбанк» не несет ответственности перед клиентом за финансовые потери, являющиеся результатом изменения рыночных котировок, изменения курса валют, дефолта эмитента ценных бумаг и иных рыночных факторов.

АО «Россельхозбанк» не осуществляет деятельность по инвестиционному консультированию, не является инвестиционным советником и не предоставляет индивидуальных инвестиционных рекомендаций в рамках Федерального закона от 22.04.1996 № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг». Финансовые инструменты либо операции, упомянутые в документе, могут не соответствовать инвестиционному профилю клиента и его инвестиционным целям (ожиданиям).

Определение соответствия финансового инструмента либо операции интересам клиента, инвестиционным целям, инвестиционному горизонту и уровню допустимого риска является задачей клиента. Банк не несет ответственности за возможные убытки в случае совершения операций либо инвестирования в финансовые инструменты, упомянутые в данном документе, и не рекомендует использовать указанную информацию в качестве единственного источника информации при принятии инвестиционного решения.

Средства, инвестированные в рамках заключенных с Банком соглашений об оказании брокерских услуг и/или соглашений об оказании брокерских услуг с использованием индивидуального инвестиционного счета, не застрахованы в соответствии с Федеральным законом «О страховании вкладов в банках Российской Федерации» от 23.12.2003 № 177-ФЗ.

Клиент должен учитывать возможные риски, сопряженные с осуществлением операций на финансовых рынках. Все основные риски описаны в Приложениях 12.1 -12.4 к Регламенту оказания брокерских услуг АО «Россельхозбанк» № 15-Р, с которыми можно ознакомиться на официальном сайте Банка по адресу www.rshb.ru в разделе «Брокерское обслуживание». До совершения сделок с финансовыми инструментами клиентам следует ознакомиться с указанными документами, описывающими основные риски при инвестициях на финансовом рынке.

Всю информацию об условиях предоставления продуктов и услуг Банка, а также о тарифах клиент может получить на официальном сайте Банка по адресу www.rshb.ru, а также в офисах Банка.

Настоящим АО «Россельхозбанк» информирует о возможном наличии конфликта интересов при предложении упомянутых в документе продуктов, услуг, финансовых инструментов, который может возникнуть ввиду совмещения Банком различных видов профессиональной деятельности на финансовых рынках, а также тем, что Банк является эмитентом ценных бумаг. При урегулировании возникающих конфликтов интересов Банк руководствуется интересами своих клиентов.

Все права на представленную информацию принадлежат АО «Россельхозбанк». Данная информация не может воспроизводиться, передаваться и распространяться без предварительного письменного разрешения АО «Россельхозбанк».

