

Dividendy a pandemie

Dividendové strategie jsou mezi investory poměrně oblíbené. Jenže to samo o sobě ještě neznamená, že výplata dividendy musí být vždy ideální.

Nová dekáda začala velmi divoce. Během prvního čtvrtletí jsme již stihli zažít největší pandemii za posledních několik desetiletí a dramatický propad akciových indexů. Ve druhém čtvrtletí vystřídal depresi euforie a i přes rekordní tempo růstu nezaměstnanosti a pokles HDP jsme byli svědky nejrychlejšího zotavení rizikových aktiv v historii. V rychlém sledu dorazily podpůrné balíčky vlád, snížily se úrokové sazby, tiskárny centrálních bank zařadily vyšší stupeň a po uvolnění restrikcí se očekává rychlé oživení ekonomické aktivity. Uplynulý půl-rok tak otestoval flexibilitu byznys modelů mnoha společností.

Nejčastější reakce na nejistotu byla prohlášení o očekávaném poklesu tržeb a ziskovosti, rušení výhledu pro rok 2020 a snížení či pozastavení výplaty dividendy. Zrušení dividendy, které často u investorů vyvolává vysokou míru paniky, je kuriozita, která mě zaujala. Klady si otázky, proč firmy, které ruší dividendu, dostávají na trhu krátkodobě větší zásah než ty, které se jí snaží udržet, a zda vůbec investovat do fondů zaměřujících se na dividendové společnosti. Než se pokusím odpovědět na tyto otázky, je třeba se zamyslet, proč vlastně firmy dividendu platí, jaký typ firem ji obvykle platí a jak vypadá typický investor, který preferuje investice do dividendových titulů.

PROČ FIRMY VYPLÁCÍ DIVIDENDU?

Vedení každé společnosti má za úkol firmu řídit s péčí řádného hospodáře a rozhodovat o alokaci kapitálu, jak nejlépe uzná za vhodné. Pokud je firma ve vyspělejší fázi a generuje volnou hotovost, má vedení v podstatě 4 možnosti, jak s ní naložit. Buď může vyplatit zisk jako dividendu akcionářům, nechat si hotovost, skupovat vlastní akcie anebo investovat do rozvoje podniku (ať už do organického růstu nebo skrze akvizice).

K první možnosti, tedy výplatě dividendy, by se vedení společnosti nemělo uchýlovat automaticky nebo na základě tlaku akcionářů. Dle mého názoru je dividendy vhodná

pouze v případě, že neexistují zajímavé příležitosti reinvestovat kapitál do dalšího rozvoje anebo podnik generuje takové množství hotovosti, že dividendy je doplňkem k ostatním možnostem.

Postavit na výplatě dividendy své renomé na akciovém trhu je podle mě špatný krok. Příkladem mohou být firmy z energetického nebo telekomunikačního sektoru, které jsou schopné se kvůli udržení nebo zvýšení dividendy zadlužit. Často výše dividendy nereflektuje ani výsledek hospodaření v daném roce. To nepovažuji za péči řádného hospodáře. Druhá možnost, kumulace hotovosti, bývá předmětem vášnivých sporů a má své pro a proti. Na jednu stranu je fakt, že by firma neměla zbytečně zdržovat hotovost, protože ta generuje přinejlepším výnos na úrovni státních dluhopisů.

Na druhou stranu v jistých časech může být hotovost žádoucí, ať už v případě ekonomického poklesu, kdy slouží jako polštář anebo jako nástroj k akvizici jiného podniku ve správný čas. Ekonomická hodnota hotovosti (její opcionalita) tak kolísá mnohem více, než by se mohlo zdát. Příkladem firmy, která často kumuluje hotovost na realizaci příležitostí, budiž Buffettova Berkshire Hathaway.

U většiny veřejně obchodovaných firem je však velmi těžké nadstandardní pozici v hotovosti obhájit. Vedení společnosti se stává terčem útoku aktivistických akcionářů nebo poradních orgánů, aby s hotovostí naložili dle jejich představ. Volnější ruku v tomto mají společnosti s akcionářem, který má majoritu na hlasovacích právech.

Zpětný odkup vlastních akcií je forma investičního rozhodnutí, která navíc může být daňově výhodnější než platba dividendy. Firmy by se k ní měly uchýlovat jen v případě, že tržní hodnota společnosti je nižší, než je její vnitřní hodnota. Tato úvaha se opírá o vytvoření subjektivního názoru na vnitřní hodnotu a také bývá předmětem sporů. V poslední době se navíc staly zpětné odkupy velmi populárním nástrojem a vedení firem je začalo spíše zneužívat, než aby je stavělo na racionálních úvahách.

Příkladem budiž americká těžební společnost Devon Energy, která si v roce 2016 šla pro kapitál na burzu, když propadla cena ropy, aby unikla platební neschopnosti. Po návratu ceny ropy na vyšší úroveň se vedení společnosti utrhl ze řetězu. Firma začala rozprodávat svá aktiva, zvýšila dividendu a ještě spustila masivní odkup vlastních akcií. Tyto kroky krátkodobě posílily cenu akcie. Píše se rok 2020, cena ropy opět klesla ke 30 USD za barel a Devon Energy znovu vstupuje do podobného prostředí nepřipravená.

Cena akcie je na méně než polovinu z roku 2016, kdy firma žádala o nový kapitál. Zvláště v tak kapitálově náročném a cyklickém odvětví jako těžba ropy bych očekával, že se vedení poučí ze svých chyb, v dobrých časech se oddluží, posílí rozvahu a na příští cyklus se lépe připraví.

Čtvrtou možností je reinvestovat vydělané peníze do růstu společnosti. U obrovských firem s omezeným růstovým potenciálem nebo u vysoce ziskových firem již nelze nebo nedává smysl veškerou volnou hotovost zpět investovat, ale obecně mi tato možnost přijde jako nejsympatičtější.

Velká investiční rozhodnutí se dají dobře sledovat i s odstupem času a prověřit kvalitu vedení společnosti. Právě společnosti, které dokážou dobře alokovat kapitál, ať už k organickému nebo anorganickému růstu, jsou dlouhodobí vítězové a jejich akcie je dobré nakupovat ve špatných i dobrých časech. Naopak společnosti, které se potácí od jednoho přeslapy k druhému, přepřeláčí za akvizice, skupují vlastní akcie v době, kdy je cena vysoko, nebo lpí na výplatě dividendy, jsou odsouzené přinejlepším k průměrnosti a jsou zralé na výměnu vedení.

JAKÉ FIRMY PLATÍ DIVIDENDU?

Z výše popsaného vyplývá, že velcí plátcové dividend (měřeno dividendovým výnosem na akcii) jsou převážně ze sektorů, kde je další růst omezen a karty jsou často rozdané mezi několik největších firem. Mezi tyto sektory patří třeba telekomunikace, integrovaní hráči v ropném průmyslu, energetika (distribuce a výroba) nebo třeba klasické mediální společnosti. Část z těchto firem působí v zavedených a regulovaných sektorech, kde vládne cenová stabilita, zisky a marže se dají lépe odhadovat a díky tomu mohou tyto společnosti operovat s vyšší mírou zadlužení.

Podstatná část dividendových plátců však překvapivě působí ve velmi cyklických od-

větvích jako jsou finance, těžba ropy nebo zpracování materiálů. V dobrých časech mají tyto společnosti dostatek zisků k výplatě dividendy, v horších časech stojí před rozhodnutím, zda dividendu vůbec vyplatit. Přirozeně je v těchto sektorech méně mladých rostoucích společností, které spíše preferují reinvestování kapitálu a některé sektory (např. technologie) jsou pověstné svým nízkým dividendovým výnosem. Dividendový výnos však není měřítkem celkové výkonnosti, v posledních letech tomu bylo spíše naopak. Trh oceňoval především růst, inovaci a silné spotřebitelské značky. Výjimkou nebyl ani letošní rok, například ETF zaměřené na dividendové společnosti z celého světa letos k 31.8. pokleslo o 8 %, zatímco ETF zaměřené na společnosti ze všech sektorů je 5 % v zisku a ETF zaměřené na technologický sektor je v zisku kolem 37 %, vše v USD.

KDO INVESTUJE DO DIVIDENDOVÝCH FIREM?

Rozdílný profil společností zaměřujících se na výplatu dividendy často láká i rozdílnou skupinu investorů. Zatímco mladé rostoucí sektory nebo technologické společnosti budou častěji vyhledávat investoři s velmi dlouhým investičním horizontem, vysokou tolerancí k riziku a volatilitě, dividendové akcie budou spíše vyhledávat investoři s potřebou pravidelné výplaty.

Velkým kupcem dividendových akcií jsou různé podílové a penzijní fondy, které využívají pravidelnou distribuci k pokrytí výplat penzí a rent klientům. Zejména ve Velké Británii je tento systém populární. O to dramatictější propad letos zaznamenaly britské podílové a ETF fondy zaměřené na dividendové akcie, když část největších plátců v reakci na pandemii pozastavila nebo snížila výplatu (příkladem budiž Royal Dutch Shell, většina britských bank, British Telecom nebo Glencore). Pro srovnání ETF zaměřené na dividendové firmy kotované na britské burze letos pokleslo k 31.8. o 29 % v GBP, zatímco ETF zaměřené na dividendové společnosti z celého světa pokleslo o 8 % v USD. Pohyb GBP vůči USD byl v tomto sledovaném období zanedbatelný.

PROČ KLESAJÍ SPOLEČNOSTI PO ZRUŠENÍ DIVIDENDY VÍCE?

Dle mého názoru je jádrem problému právě pravidelná výplata. Velmi negativní pohyby akcií v reakci na zrušenou dividendu jsou

způsobené spíše typem investorů, kteří se o ně primárně zajímají, než že by samotné zrušení dividendy bylo negativní událostí pro samotnou společnost. Podílový, penzijní nebo ETF fond, který je zaměřený na dividendové společnosti, po zrušení dividendy buď sníží výplatní poměr, anebo sníží pozici v dané společnosti a pozici nahradí.

Může tak dojít k výměně bez ohledu na fundamentální zdraví prodávané společnosti a zároveň bez ohledu na fundamentální zdraví společnosti nakupované! Ve zmiňovaném ETF zaměřeném na dividendové firmy na britské burze má nyní největší váhu (5,6 %) ruská ocelářská společnost Evraz, u které je očekávaný dividendový výnos 14,3 %. Ještě ke konci roku 2019 měla tato cyklická společnost váhu v ETF pouze 2,4 %. Jak budou investoři reagovat v případě, že tato společnost zruší dividendu, a jak to ovlivní výkonnost zmiňovaného ETF, je myslím zřejmé.

Přitom z pohledu byznysu je pozastavení výplaty dividendy (nebo zastavení plánovaných investic či zpětných odkupů akcií) ozdravným krokem. Za takové rozhodnutí by akcionáři neměli firmu trestat prodejem akcií, ale naopak ocenit dobré rozhodnutí a akcie si ponechat.

Ušetřenou hotovost může firma využít na zajištění provozu během krizových opatření, udržení kvalitní pracovní síly, akvizici kolabujících hráčů, zkrátka k posílení svého tržního postavení. Pro dlouhodobé akcionáře není důležitá pravidelná výplata dividendy, ale zajištění prosperity podniku a jeho růst. Investoři by neměli nakupovat akcie do svého portfolia dle dividendového výnosu, měli by se zaměřit na zcela jiné metriky, jako je růstový potenciál, jedinečnost produktu, inovace, kvalita vedení společnosti nebo návratnost na investovaný kapitál. Pak nebudou překvapeni, když společnost sníží nebo zruší dividendu.

Pokud je ovšem investiční strategie produktu založena na mechanické alokaci dle jistých parametrů (obecně se nazývá tento styl investování smart beta), vznikají na trhu někdy až absurdní situace. Právě strategie fondů zaměřených na dividendové akcie je dle mého názoru z dlouhodobého hlediska jedna z nejhorších. Vzhledem k profilu společností, které nejčastěji platí dividendu, se investor připravuje o společnosti z růstových nebo nových sektorů. Pokud to přeženu, tak dividendový investor preferuje starou ekonomiku, která je v defenzivě a ignoruje tu novou a inovativní.

Díky zažitým dogmatům a tlaku akcionářů bývají dividendové společnosti vnímány

hlavně optikou dividendového výnosu a jsou svým způsobem v pasti. Důkazem budiž srovnání 10letého výnosu ETF zaměřeného na evropské dividendové akcie (3,4 % p.a. v EUR) s ETF, které sleduje všechny evropské akcie (6,4 % p.a. v EUR). Obdobně ETF zaměřené na britské dividendové akcie (3,2 % p.a. v GBP) vs. ETF kopírující britský akciový index FTSE 250 (8,6 % p.a. v GBP).

Nemyslím si, že v posledních 10 letech se jednalo o nějakou výnosovou anomálii. Strategie dividendových fondů bude dle mého názoru vykazovat podobně slabou výkonnost oproti produktům, které se neomezují na tak úzké spektrum investic, i v následujících desetiletích.

ALTERNATIVA K DIVIDENDÁM

Na závěr bych uvedl radu pro investory, kteří očekávají od akciové investice pravidelnou výplatu. Ta nemusí být nutně realizována skrze nákup akcií nebo fondů vyplácejících dividendu. Navíc může být celý proces daňově výhodnější. Zdrojem výplaty dividendy je zdaněný zisk. Samotná dividendy je akcionářem většinou dále zdaněna. Dochází tak ke dvojitému zdanění. Pokud si firma zisk ponechá v hotovosti, reinvestuje ho do růstu firmy nebo do zpětného odkupu vlastních akcií, ke dvojitému zdanění nedochází.

Reinvesticí do růstu si navíc může společnost snižovat účetní zisk a placení daně se krátkodobě až střednědobě vyhnout (eventuelně dojdou nápady na investice a pak začne firma generovat zisky, které zdaní). Čeští investoři jsou po třech letech osvobození od daně z kapitálových výnosů, a proto je pro ně výhodnější alternativou realizovat zisk skrze růst ceny akcie nebo růst hodnoty podílových listů fondů, než každý rok danit dividendu.

Myslím, že i z psychologického hlediska je příjemnější dlouhodobě sledovat rostoucí cenu akcie či hodnoty podílového listu než „dividendové zuby“. Pokud investor požaduje pravidelný příjem, nemusí se omezovat ve výběru investic, může si dividendu emulovat částečným prodejem pozic po splnění časového testu a ušetřit si placení daně z dividendy. Navíc si ušetří i stres a dodatečné náklady, pokud produkt či společnost výplatu sníží nebo zruší. ■

Jakub Skryja

Autor je portfolio manažerem fondu VAULT OPF, Art of Finance a vystoupí jako řečník na České investiční konferenci 8.11. až 10.11. 2020