

Оперативный обзор фондового рынка

пятница, 27 ноября 2009 г.

Лидеры изменения ММВБ:

Бумага	Посл.	%
ОГК-5 ао	2.357	0.9%
Магнит ао	1760	-0.1%
Татнефт Зап	64.74	-0.3%
Уркалий-ао	133.7	-0.9%
ЛУКОЙЛ	1668	-1.1%
Газпромнефть	155	-1.1%
Сурпнефтз-п	13.14	-2.2%
Ростел -ао	185	-2.2%
ГАЗПРОМ ао	167.2	-2.4%
Система ао	22	-2.4%
ОГК-3 ао	1.438	-2.6%
ГМКНорник	3870	-2.6%
Татнефт Зао	136	-2.9%
МТС-ао	215.9	-2.9%
Роснефть	239.7	-3.7%
РусГидро	1.084	-3.7%
Транснефт ап	20823	-3.8%
Новатэк ао	151.5	-4.0%
Сбербанк	67	-4.3%
ПолюсЗолот	1603	-4.4%
Аэрофлот	43.7	-4.4%
ММК	22.64	-4.4%
ВТБ ао	0.061	-4.7%
РБК ИС-ао	46.51	-4.7%
СевСт-ао	224.2	-5.0%
Сурпнефтз	25.75	-5.1%
Сбербанк-п	50.92	-5.9%
ФСК ЕЭС ао	0.356	-6.1%
Ростел -ап	60.92	-7.4%
УралСви-ао	0.665	-8.4%

Только вчера мы писали о том, что рынок движут ожидания. Когда случается широко ожидаемое событие, это не приводит к изменению котировок, поскольку «все уже в цене». Зато рынок может резко «дергаться», если случается неожиданное событие. С такими событиями беда – их вряд ли можно предсказать. Неожиданности мало предсказуемы.

Вчера было такое событие – государственный фонд Dubai World эмирата Дубаи попросил реструктуризации долга величиной в \$59 млрд. (общий долг эмирата, сообщается 2/3 от ВВП). Мы не будем описывать детали, все описано в сегодняшних газетах. Событие еще раз напомнило рынку, что кризис не прошел до конца, что многие государства имеют существенные дефициты бюджета, наращивают долги и что потенциально возможны крахи целых государств. До сих пор суверенной жертвой кризиса была только Исландия. На прошлой неделе мы писали, что есть обеспокоенность долгом Украины, в которой произошло событие созвучное со вчерашним дубайским сюрпризом. Украина, напомним, также предложила реструктуризацию долга государственной железнодорожной компанией.

Почему все это важно? Потому что инвесторы помнят, как череда крахов суверенных долгов породила прошлый азиатский кризис, и мир определенно не имеет иммунитета против этих событий. Есть большой соблазн объявить сейчас то, что Дубаи или Украина сами виноваты в том, что слишком много занимали. Конечно, не без этого, но основная проблема кризиса в психологии инвесторов, банков, поставщиков капитала. В определенный момент они отказывают в кредите, не позволяя рефинансироваться

заемщику, он становится неплатежеспособным, это порождает волну недоверия и ситуация распада кредитных рынков становится самоподдерживающейся, как реакция распада урана 235 или движение лавины. У государств есть своя роль – заместить выпадающий кредит, что неплохо проделала ФРС в своей стране. Основной рецепт борьбы с подобными событиями – денежное наводнение. Но это работает на национальном уровне, на уровне стран все сложнее, где просто некому играть роль «кредитора последней инстанции». Некоторую роль мог бы сыграть МВФ, но его ресурсы ограничены, решения принимаются слишком долго, выделение денег обуславливается большим количеством политических и экономических требований. Кроме этого у МВФ плохая репутация как кредитора, во время Азиатского кризиса роль Фонда была скорее деструктивной – он требовал консолидации бюджетов, запрещал дефициты, требовал жесткой политики, в точности против предписаний современной кейнсианской экономики.

Рынок вчера осознал, что сюрпризы еще возможны, что траектория выхода из кризиса неоднозначна. Напомним, что «оракул» Нуриель Рубини в своих неизменно апокалиптических прогнозах пророчествовал массовые дефолты государств. Дубайская проблема теоретически подпадает под возможный сценарий «второй волны», и поэтому провалы возможны. Это увеличивает проблему «плохих долгов» и наносит еще один удар по финансовой системе, которую так упорно латают правительства практически всех стран.

Индекс РТС вчера потерял 4.25%, на вечерней сессии было потеряно еще 1.2% (в последние недели появилась новая сессия до 2 ночи по Перми RTS-Standart). Общее снижение индекса РТС с интрадейных максимумов (18 ноября, 1508 п.) до текущей точки составляет 10.6%. Наибольшее снижение котировок происходит в менее ликвидных акциях. Если посмотреть на таблицу вчерашних изменений, то в числе «лузеров» такие акции как ФСК, «Уралсвязьинформ», тогда как снижение фишек в процентах примерно в 2 раза ниже.

Вчера были типичные рыночные движения, которые мы видели прошлой осенью. Валюты мира падают к доллару, йена растет быстрее всех, обгоняя доллар, акции и облигации падают, однако казначейские облигации США растут, отражая «бегство за качеством» (flight to quality). Менее ликвидные инструменты (как «второй эшелон» акций в

Рынки накануне:

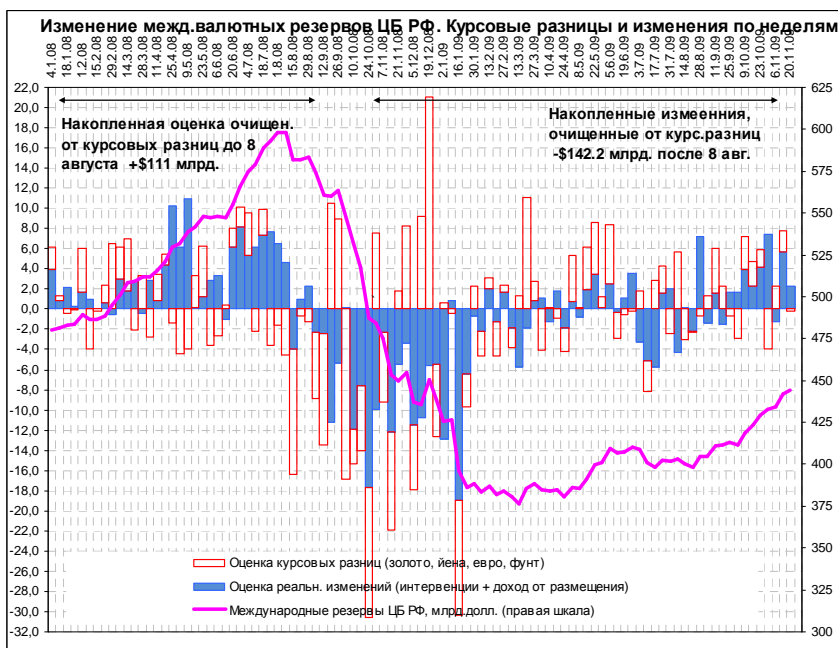


России) падают сильнее, чем более ликвидные. Рубль обвалился до уровня 29.33 руб./\$, такие цены наблюдались в начале ноября. Евро опустился к доллару ниже отметки 1.5 (1.493 \$/€). Нефть понизилась, но остается на прежних уровнях – несколько ниже \$80 за баррель.

Резонный вопрос: что дальше? И тут можно занять шарлатанскую позицию и выдавать однозначные прогнозы о вероятностном будущем. Очень похоже, что сегодня мы увидим некоторое понижение на. Но в целом, мы продолжаем не верить в сценарий второй волны, он кажется маловероятным даже сейчас. Вряд ли можно себе представить что-то хуже прошлой осени, если провал будет углубляться, наверняка, хорошим решением будет покупать.

Вкратце:

- Вчера из-за технических проблем были приостановлены торги на LSE. В связи с этим биржа приостановила торги на 3,5 часа.
- Валютные резервы ЦБ за прошлую неделю выросли на \$2,1 млрд. до \$443,8 млрд. Убыток от курсовых разниц составил \$0,2 млрд. Таким образом, Центробанк на прошлой неделе приобрел валюты на \$2,3 млрд.
- Банк «Санкт-Петербург» проводит размещение привилегированных акций на РТС. Интересно, что бумаги будут иметь фиксированный дивиденд в 13,5% от цены размещения в долларах. Однако акции будут существовать до 15 мая 2013 года, так как потом они конвертируются в обыкновенные. В конце декабря акции могут появиться и на ММВБ. Первые дивиденды будут выплачены в мае 2010 года.
- «Газпром» выдал разрешение на прокачку всего газа, который хочет добыть «Новатэк» в 2010 году, в том числе и конкурентные объемы газа. Как объясняет монополия, они «как добросовестный оператор единой системы газоснабжения, располагая свободными мощностями, не могли не выдать разрешение на доступ к ЕСГ для «Новатэка». Таким образом, фактически, монополия обещала, что проблем с транспортировкой новатэковского газа на электростанции «Интер РАО» и «ОГК-1» не будет.
- 27 ноября возобновятся торги акциями «Интер РАО» на РТС, на ММВБ торги начнутся 1 декабря 2009 года. Напомним, что торги акциями «Интер РАО» были приостановлены в начале ноября в связи с конвертацией в бумаги меньшего номинала.
- «ЛУКОЙЛ» по итогам 9 месяцев 2009 года нарастил добычу нефти на 2,9% до 73,278 млн. тонн. Добыча газа сократилась на 13,9% до 236 тыс. барр. н. э./сутки. В целом, добыча углеводородов «ЛУКОЙЛом» выросла на 1,1% до 2214 тыс. барр. н. э./сут.



Местное:

- Группа «РИАЛ» выкупает у турецкого «Ренессанс Констракшн» его 50% в проекте Green Plaza. После этой сделки «РИАЛ» станет единственным владельцем проекта. Как пишет «Коммерсант», у сторон уже есть принципиальная договоренность, а сделка должна завершиться в начале декабря. Цена сделки не раскрывается.
- В Перми может появиться еще один low-cost авиаперевозчик в лице «Авианова». Сейчас компания оформляет необходимые документы и просчитывает экономику. Сейчас авиакомпания летает в Москву из других городов России по тарифу 250 руб. без сборов. Предполагается, что такая цена может быть и для Перми, а периодичность полетов – один рейс в день три раза в неделю. Как комментируют остальные авиаперевозчики, низкая цена может быть только маркетинговым ходом и не исключают повторения ситуации со Sky Express, который также выходил на пермский рынок с тарифами в 500 руб. А сейчас стоимость билетов сравнялась с тарифами других авиакомпания.

- «Пермский моторный завод» планирует начать серийное производство авиадвигателя ПС-90А2 в 2010 году. Закупать двигатели будет «Ильюшин финанс Ко».

Напоследок 1

Мы подготовили график, как соотносятся фьючерсы на нефть с действительным движением нефти.

Финансовые фьючерсы (включая золото или акцию) определяются условиями отсутствия арбитража. Например, если «Газпром» торгуется по 160 руб., а фьючерс с экспирацией через месяц по 180 руб. (когда фьючерс дороже спота это «контанго»), мы можем продать фьючерс и купить акцию и получить гарантированную прибыль. И наоборот, если фьючерс дешевле, чем акция («бэквардация»), можно зашортить акцию и купить фьючерс. В итоге, все финансовые фьючерсы и цены спот сближаются под влиянием арбитражеров.

Модель cash-and-carry, неплохо описывает ценообразование фьючерсных рынков, учитывая дивиденды, издержки на хранение, процентные ставки. Иными словами, фьючерсные/форвардные цены на рубль или другую валюту, на акции и даже на фондовые индексы вряд ли вообще показывают какие-то ожидания. Если хотите узнать, сколько будет стоить «Газпром» или рубль в будущем, не нужно смотреть на их фьючерсы, так как фьючерсы плохо показывают будущее.

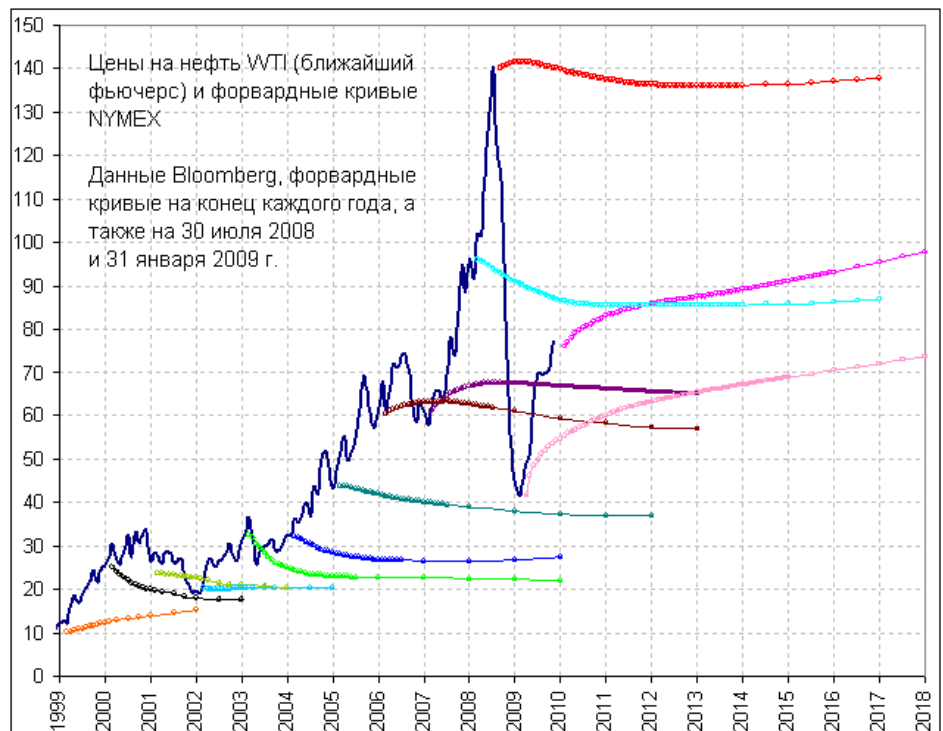
Другое дело товарные фьючерсы, где велики издержки на хранение или затруднен «шорт» товара, и форвардные цены могут отражать какие-то ожидания. Но и там работает формула $PriceFwd = PriceSpot + Cost\ of\ Carry$, не зря сейчас все обсуждают, что в мире много танкеров просто хранят нефть, которую продали по форвардам. Приведенный выше график можно трактовать как за, так и против ожиданий. Мы бы предложил смотреть хотя бы на наклон, так как кажется, он частично отражает ожидания, хотя бы вверх или вниз. Ниже наша интерпретация графика.

В начале 1999 года цены на нефть были низкими (около \$10 за баррель) и рынок ожидал, что они вырастут – форвардная кривая восходящая. Тогда, как нам помнится, у нефтяников и у рынка было поверие, что реальные долгосрочные цены на нефть должны быть около \$20 /баррель. По этой цене тогда нефтяники считали свои бюджеты, их закладывали в расчеты NPV/IRR проектов. Когда в конце 1999 года цены поднялись ближе к \$30, форвардная кривая стала нисходящей, стремясь к указанным \$20. Она также была нисходящей в конце 2000 года, также стремясь к \$20. В конце 2001 года она плоско лежала на \$20, отражая тогдашний консенсус. Нисходящий характер кривой сохранялся с ростом нефти вплоть до конца 2004 года и где-то в 2005 году у рынка прошел перелом, он понял, что нефть вряд ли будет оставаться такой же дешевой, как в 80-е и 90-е.

В конце 2005 кривая стала восходящей, рынок понял, что «эпоха дешевой нефти закончилась». Растущий (или горбатый) характер линии мы видим в конце 2005 и конце 2006 года. Тогда агентства DOE EIA и OECD IEA «перевернулись» и стали прогнозировать высокие долгосрочные цены (около \$60 в реальных долларах до 2030).

В конце 2007-го нефть поднялась до \$90-\$100 и форварды стали показывать нисходящую кривую, отражая ожидания на снижения нефти. На пике нефти в конце июня 2008 кривая была нисходящей (с небольшим горбом), но наклон небольшой. После кризиса, когда в конце января 2009 года нефть упала до \$40/баррель, форварды круто уходили вверх. Сейчас они сохраняют точно такой же растущий характер, который частично можно объяснить инфляцией. Скажем, сейчас нефть стоит порядка \$80/баррель, при ожидаемой инфляции доллара 2%, номинальная цена в 2018-м должна быть \$93,73/баррель $[=80 * 1,02^8]$, фьючерсная цена 2018 года несколькими долларами выше.

Все что хотели сказать – форварды на нефть что-то отражают, какие-то ожидания в них заложены, но верить им полностью нельзя.



Напоследок 2

Нефть – выгодный бизнес не только тем, кто ее производит, но и выгодный для правительств, где реализуются нефтепродукты. Бензин в нашей стране стоит примерно столько же, сколько в США.

Простой расчет «на коленке». В России текущий размер НДС на нефть сейчас находится около \$96 за тонну. Формула расчета с тонны: («Цена Юралз»-\$15)/261*419. При цене \$75/баррель мы получим ставку в \$96.3 с тонны. В тонне 7.3 барреля, итак, государство получает \$13.2 с каждого барреля в виде НДС, не важно, где продается нефть – в России или за рубежом (\$13.2/\$75=18% от мировой цены).

НДС - это фактор зависимости внутренних цен на бензин от внешних, но не только. Есть еще «ножницы Кудрина», связанные с тем, что экспортная пошлина на нефть и нефтепродукты определяется с запозданием, что при сильных колебаниях нефти приводит к дисбалансу. Нефтяникам иногда выгодно больше отправлять на экспорт, иногда – на внутренний рынок. До кризиса экспортные пошлины считались с лагом 2 месяца, сейчас - 1 месяц, поэтому эффекты «ножниц» уменьшились.

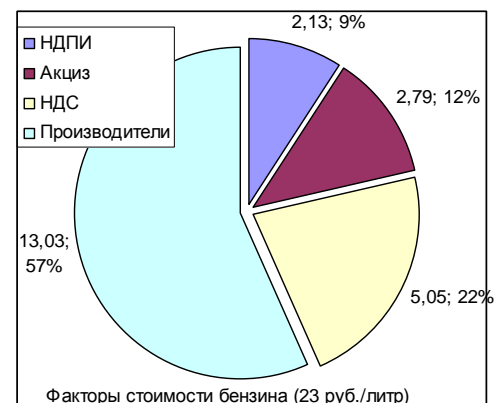
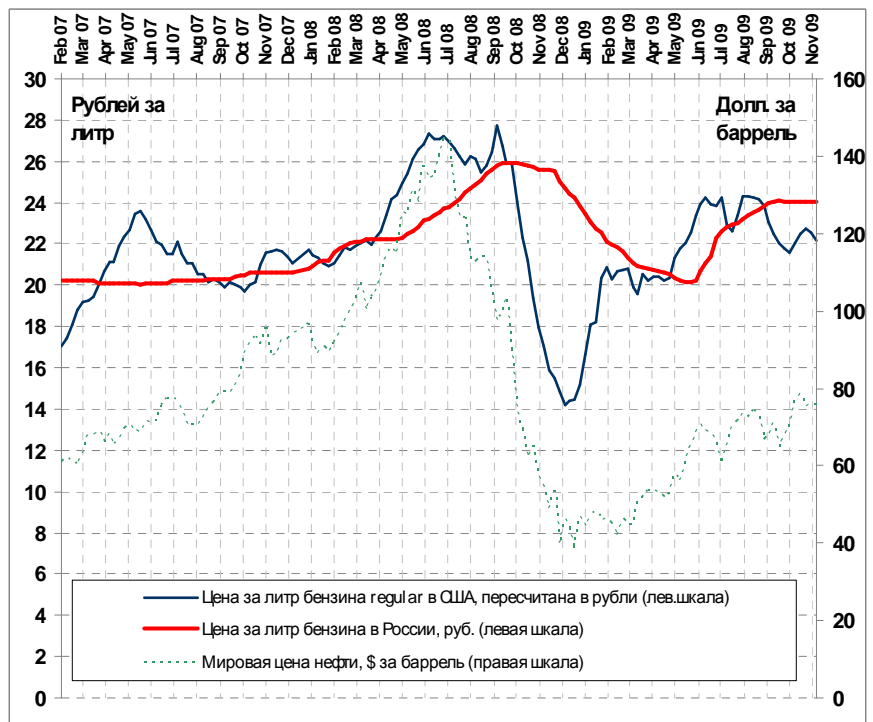
Литр бензина не равен литру нефти. На самом деле, коэффициент переработки у нас не высок, около трети уходит в легкие нефтепродукты, остаток – мазут. Будем считать, что этот остаток потом реализуется по точно такой же цене, что и купленная нефть, и исключим ее из расчетов. Иными словами будем считать, что вся нефть перерабатывается только в бензин 1:1. В килограмме около 1.3 литров бензина (это еще зависит от температуры, но тоже игнорируем). Итак, в виде НДС государство получает 2.13 руб. с литра [= \$96,3/1000/1,3*28,7 руб./\$].

Акциз на высокооктановый бензин 3629 рублей с тонны. Итого, с одного литра государство получает 2.79 руб. [=3629/1300]. Еще есть НДС 18%, на нем государство получит 5.05 руб. [=23*(18%/(1-18%))], если примем продажную цену бензина равной 23 руб. за литр.

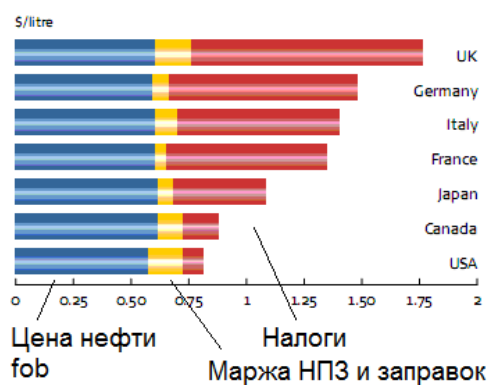
Суммируя НДС, акциз и НДС мы получаем, что государство прямыми налогами получает с бензина 9.97 рублей или 43% от цены реализации (которую приняли за 23 руб./литр). Если бы не было прямых налогов, то мы могли бы покупать бензин по цене 13.03 руб./литр.

Кто был в Египте, могли заметить, что там литр стоит около 1 египетского фунта за литр, т.е. что-то около 5 руб. с литра. Правда, там правительство не то, что не зарабатывает на бензине, напротив, дотирует. Зато развитые страны зарабатывают, что показывают расчеты ОПЕК (см. “Who gets what?”, на сайте www.opec.org).

Кроме прямых налогов в нашей стране, есть еще косвенные налоги – налог на прибыль нефтяников, переработчиков, заправок, налог на заработную плату трудящихся и прочие. Если учесть эти налоги, то, вполне возможно, мы выйдем на долю государства гораздо больше половины.

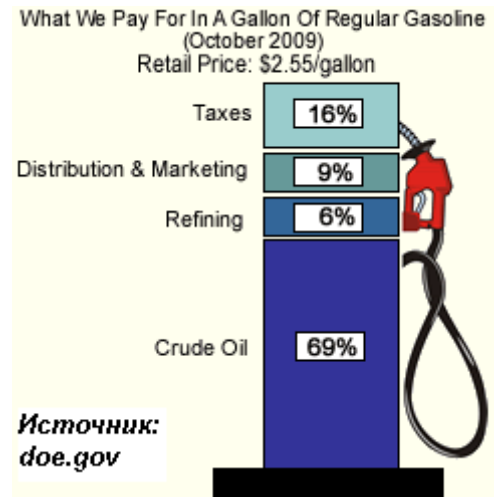


Кто сколько получил с литра бензина в 2008 году. Расчет ОПЕК

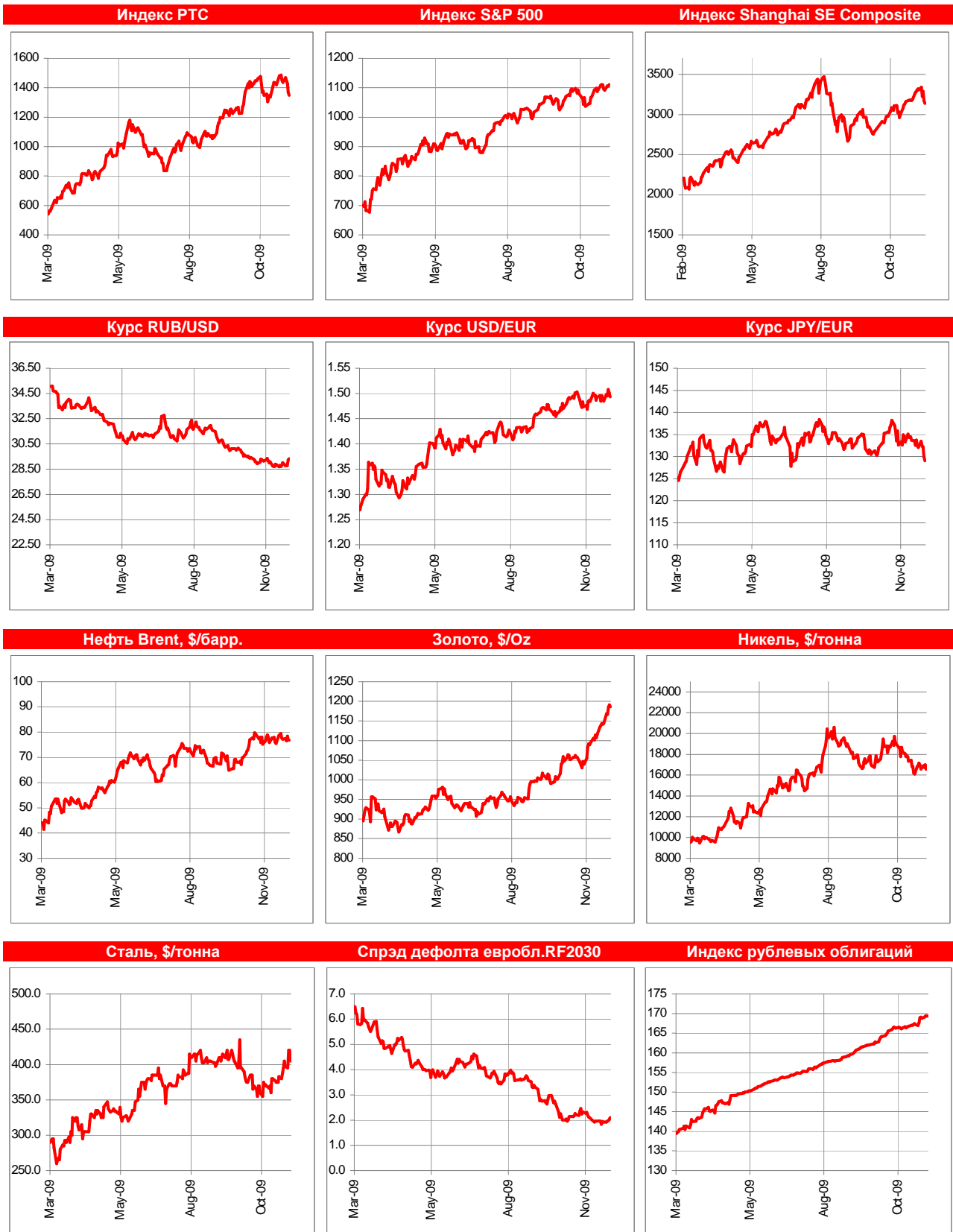


Стоит ли удивляться, что у нас дорогой бензин, нужно же государству на чем-то зарабатывать? В США налоги на бензин очень низкие, их правительство на этом своих граждан обирает не так много – всего 16%.

Для сравнения, предположим, что российская нефть будет продана в США. Тогда наше правительство получит с нее экспортную пошлину ~\$250 с тонны плюс \$96.3 с тонны в виде НДС. Эти налоги вместе дают \$47.4 с барреля или 63% от стоимости реализации по цене \$75 за баррель. Это означает, что в конечной стоимости реализации отечественной нефти в виде бензина в США российский бюджет получит с американских граждан $69\% * 63\% = 43\%$ (!). Это в 2.72 раза больше [43%/16%, или], чем получает собственно американский бюджет. При продаже российской нефти в США наш бюджет получит примерно \$1.11 с галлона (это 3.79 литра) или 29 цента с литра или 8,4 руб. по текущему курсу рубля к доллару 28.7. Близко к тому, что российский бюджет получает с россиян прямыми налогами (9.97 руб.) при продаже бензина.



Конъюнктура рынков:



Настоящая информация не является рекомендацией по купле и продаже ценных бумаг, составлена на основе публичных источников, признанных надежными, однако ООО «Пермская фондовая компания» не несет ответственности за точность приведенных в обзоре данных. Аналитические материалы ООО «Пермская фондовая компания» являются внутренними документами компании, а также имеют целью информирование ее клиентов в рамках услуг брокерского обслуживания. Сотрудники компании, а также сама компания может владеть ценными бумагами упомянутыми в данном обзоре напрямую или опосредованно, что может быть причиной конфликта интересов. Инвестирование в российские ценные бумаги сопряжено со значительным риском, и решения об инвестициях должны приниматься инвестором самостоятельно.