

Оперативный обзор фондового рынка

четверг, 13 августа 2009 г.

Лидеры изменения ММВБ:

Бумага	Посл.	%
Магнит ао	1465	4.60%
ФСК ЕЭС ао	0.24	3.90%
Уркалий-ао	122.31	3.35%
РусГидро	1.289	3.12%
ММК	19.7	2.93%
МТС-ао	183.01	2.81%
ПолусЗолот	1277.2	2.69%
Сургнфз	24.42	2.60%
Сбербанк-п	27.6	2.45%
Трансф ап	15700	2.39%
Сбербанк	47.75	2.23%
Сургнфз-п	10.28	2.15%
Татнфт Зап	42.94	2.12%
ВТБ ао	0.0422	1.69%
ГМКНорНик	3344	1.63%
ОГК-5 ао	1.449	1.54%
РБК ИС-ао	33.3	1.28%
Роснефть	194.7	1.23%
Газпрнефть	113.65	1.16%
СевСт-ао	214.47	1.11%
ЛУКОЙЛ	1535	0.95%
УралСви-ао	0.483	0.84%
ГАЗПРОМ ао	164.7	0.67%
Система ао	14	0.65%
Татнфт Зао	121.7	0.64%
Ростел -ап	45.61	0.42%
Ростел -ао	161.85	0.12%
Новатэк ао	125.6	-0.16%
ОГК-3 ао	1.506	-0.33%
Аэрофлот	32.2	-1.23%

Несмотря на всю волатильность рынка и резкие движения в течение последних нескольких дней, российский рынок акций топчется на месте. Выражаясь терминами технического анализа, рынок находится на стадии консолидации.

Вчерашний день не стал исключением, и торги прошли достаточно волатильно. В течение дня рынок пробивал вниз отметку в 1000 пунктов по РТС, однако к концу дня этот провал был выкуплен и рынок закрылся в позитивной зоне. Помогли в этом положительное открытие на американских площадках и восстановление на рынке нефти.

Вчера состоялось заседание ФРС и, как ожидалось, ключевая ставка была сохранена в прежнем диапазоне в 0-0,25%. В своем сообщении ФРС США отмечает, что экономическая активность стабилизируется и объем программы по выкупу облигаций, составляющий \$1,75 трлн., останется неизменной.

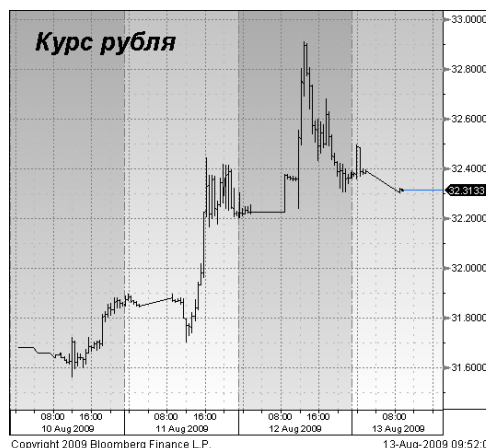
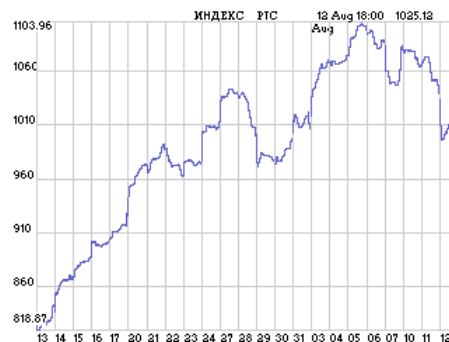
На валютном рынке также вчера было интересно. Падение рубля в утренние часы продолжилось, и курс руб/\$ достигал отметки в 32,9 руб./\$. По словам трейдеров, во второй половине дня на рынок с интервенциями вышел Центробанк, после чего интерес участников к валюте пропал, и рубль начал постепенно восстанавливать свои позиции.

Справа мы приводим график среднего курса доллара США к 6 основным мировым валютам. Видно, что девальвация рубля находится в общемировой тенденции укреплению доллара и вызвана не только внутрироссийскими факторами. К доллару падали евро, британский фунт, канадский и австралийский доллары, норвежская крона, Только в российском рубле амплитуда движений гораздо выше, так как дополнительную волатильность вносят банки, которые накопили избыточный объем ликвидности, и совершают активные операции на валютном рынке.

Вкратце:

- «КАМАЗ» за первое полугодие 2009 г. увеличил свою долю на российском рынке более чем в 2 раза с 28,2 до 58,5%. Это было связано в первую очередь с тем, что из-за падения курса рубля и повышения пошлин до 25% продажи иностранных марок резко снизились. Однако в абсолютном выражении дела обстоят не так радужно. Продажи снизились на 57,4% до 4384 машин.
- Мексика отменила антидемпинговые пошлины на российские трубы в размере 79,65%. Эта новость является нейтральной для российских компаний, так как пошлина распространялась на достаточно узкий список труб. Если Мексика снижает пошлины, то Индия наоборот, рассматривает вариант ввода защитных пошлин на сталь. Однако это практически никак не скажется на металлургах, так как объем поставок металла в эту страну незначителен.

Рынки накануне:



- Минфин 18 августа проведет аукцион по размещению свободных средств бюджета на банковских депозитах. Срок размещения составит три месяца, минимальная ставка – 11,5% годовых, Всего банкам будет предоставлено 150 млрд. руб., что является рекордной суммой с момента возобновления аукционов в апреле этого года. Дополнительная ликвидность, на наш взгляд, может усилить волатильность в рубле.
- Международное энергетическое агентство повышает прогнозы роста мирового спроса на нефть в 2009-2010 гг. из-за экономического роста в Китае. В 2009 году ожидается, что спрос составит 83,9 млн. барр. в сутки (+190 тыс. к прежнему прогнозу), а в 2010 году – 85,25 млн. барр. в сутки (+70 тыс. барр. в сутки). Возросший спрос будет компенсирован ростом добычи нефти странами, не входящим в ОПЕК.
- Ритейлер «Магнит» сообщил, что проводит внеочередное собрание акционеров. Повестки пока нет, однако крупные портфельные инвесторы ожидают, что на собрании может быть рассмотрен вопрос о вторичном размещении акций. Как пишет «Ведомости», ритейлер уже подписал договор андеррайтинга с инвестбанками. Сама компания пока это не комментирует. Если «Магнит» проведет SPO, то деньги, скорее всего, будут направлены на покупку активов сетей-банкротов.
- ММВБ переводит акции «ИнтерРАО» из списка «И» в список «Б». Это не должно повлиять на характер торгов, так как в эти бумаги нельзя инвестировать пенсионные деньги (бумага не входит в «А1»).
- Интерфакс сообщает, что правительство отказалось от идеи допустить профучастников фондового рынка к ликвидности ЦБ. По словам председателя НАУФОР А. Тимофеева, сейчас острота проблемы доступа профучастников к рефинансированию спала по сравнению с прошлым годом, однако актуальности вопрос не утратил. Напомним, что в период острой фазы дефицита ликвидности участники фондового рынка рассматривались как еще один канал вливания ликвидности в экономику.
- Цены на недвижимость в США продолжают снижаться. По информации агентства Bloomberg, во втором квартале 2009 г. снижение усилилось до 15,6% к году ранее. Вместе с этим продажи жилья начали расти. За квартал они увеличились 3,8%. Также отмечается, что ставки по ипотеке в США находятся вблизи своих минимумов на уровне 5,22% годовых. Эксперты по американскому рынку недвижимости отмечают, что рынок, возможно, прошел свое дно.

Местное:

- Рейтинговое агентство «Эксперт РА» подтвердил рейтинг «Камабанка» на уровне «В++». С учетом того, что Центробанк присвоил банку 2-ю квалификационную группу, что позволяет «Камабанку» привлекать у ЦБ беззалоговые кредиты сроком до пяти недель.
- «МТС» ввели в коммерческую эксплуатацию сеть 3G в Перми. Пока зона действия охватывает деловой центр города и аэропорт «Большое Савино». До конца следующего года планируется значительно расширить покрытие Перми.
- «Камская долина» сообщает, что в на коттеджном рынке заморожено порядка 30% строящихся поселков. А из планируемых заморожено 80%. При этом отмечается, что за первое полугодие цена метра в коттеджных поселках снилась на 22%.

Напоследок:

Рынок недвижимости достаточно трудный для анализа. Для акций или валюты есть какое-то подобие фундаментальных моделей. А вот для рынка недвижимости почти ничего нет.

Из рациональных подходов на этом рынке можно выделить лишь одно: модель маржинальных издержек. Недвижимость должна стоить ровно столько, сколько нужно потратить на новое строительство, плюс обеспечить нормальную (не завышенную, не заниженную) прибыль на вложенный капитал застройщику. Логика такова – если недвижимость дорогая и дает



большую прибыль девелоперу, то найдутся много желающих построить новые дома, возникнет конкуренция, цены упадут, и маржа прибыли стабилизируется. Если недвижимость дешевая и прибыль мала, то желающих строить будет мало, предложение уменьшится и цены повысятся.

Подход хорош на бумаге. А на деле новая недвижимость это лишь капля в море. Так, в России на последнем пике строительного бума вводилось около 2% от существующего жилого фонда. Весь сейчас весь фонд ~3 млрд. кв. метров (данные на Росстате), а введено в 2008 году около 60 млн. кв. метров. (полметра квадратных на человека). И так, каждый год в это море вливается капля размером в 1/50 от всего объема и она, определенно не вносит большого влияния на спрос и предложение. Цена это результат спроса и предложения и как на любом рынке иногда возникают перекосы. Но приток нового жилья не способен радикально изменить ситуацию.

Вот сейчас мы слышим от застройщиков, что, дескать, строить стали мало, спрос все равно будет, поэтому цена возрастет. Не то, чтобы в этих рассуждениях совсем нет логики, вот, только новое жилье не определяет весь рынок. Важен оборот вторичного жилья.

Конечно, долгосрочно строительство – это единственный источник нового жилья, которое определяет размер всего жилого фонда. В России на человека приходится 22 квадратных метра жилья, а в США – 60 квадратных метров. Теоретически, чтобы догнать по этому показателю США при введении 2% от существующего объема потребуется 100 лет (исходя из, слегка, нереалистичных предположений, что 1% жилфонда - естественное выбытие, число людей в РФ неизменно $=\text{Log}(60/22; 1+2\%-1\%)$). В России должны строить значительно больше, чем было введено в рекордном в 2008 году, чтобы качество жизни повысилось и мы «догнали и перегнали Америку».

С анализом рынка есть еще масса проблем. Жилье не является гомогенным, как, скажем нефть или пшеница. Дому рознь, важно, где он стоит, из чего сделан, каковы гедонические характеристики (соседи или вид из окна). Факторы строительства могут сильно различаться из-за стоимости земли, неформальных издержек на чиновников (взятки). Рынок непрозрачен, факторы стоимости посчитать сложно, и они будут похожи на среднюю температуру по больнице. Отрасль крайне капиталоемкая и нуждается в долгом финансировании (кто первая жертва кризиса?), слишком инерционна и долгосрочна. С момента начала строительства и получения отдачи проходит несколько лет. Это создает большую неопределенность, поскольку разрывает во времени предложенную выше связь цены и прибыли с объемом предложения.



Объемы нового строительства, тем не менее, важны, но это слишком долгосрочный фактор. И тут нашему бедному аналитику на рынке жилой недвижимости приходится выдумывать что-то новое. Самое простое, это рассказывать истории про недостаток жилья или про кризис, но это не наш метод. А переложить все это в реальные цифры сложно.

Тогда он может попробовать связать стоимость недвижимости с некоторыми номинальными показателями. Например, с располагаемым доходом населения, зарплатами, нефтью или ВВП. Тогда его аналитика получит некий наукообразный характер. Конечно, останутся сомнения, почему стоимость квадратного метра должна быть обязательно пропорциональна тому или иному показателю. Но на интуитивном уровне этого достаточно.

Приведенный выше график показывает, что стоимость недвижимости в США приносила долгосрочный доход сопоставимый с инфляцией. Можно ожидать, что вторичная недвижимость будет расти как индекс цен.

В России, мы, однако, видим рост реальных цен, который превосходит по размерам американский. Из этого не обязательно должен следовать вывод, что в России был пузырь, но на это похоже. Но все равно остается вопрос, где находится реальная долгосрочная стоимость недвижимости.

Есть определенная логика в том, что цены должны расти как инфляция. Она связана с тем, что стройматериалы долгосрочно растут как инфляция. Вложенный застройщиком капитал (машины и оборудование) тоже как должен расти инфляция, а именно от него должна рассчитываться «нормальная прибыль». Вот только стройматериалы не главная составляющая издержек. Остаются такие факторы, как труд (затраты на который могут расти быстрее инфляции), прогресс и увеличение производительности в отрасли (снижающие цены), стоимость земли, подключения к коммуникациям и административные барьеры.

Далее следует набор графиков, которые мы не можем интерпретировать или сделать на их основе выводы.

На базе данных ФРС (публикация Z1) можно посчитать такое соотношение. ФРС ежеквартально дает рыночную стоимость жилой (и не только) недвижимости в США и мы можем поделить ее на ВВП. Оказывается, это соотношение растет, но заметим, это отнюдь не стоимость квадратного метра. Жилой фонд в США после войны увеличивался, и это приводило к росту его совокупной стоимости.

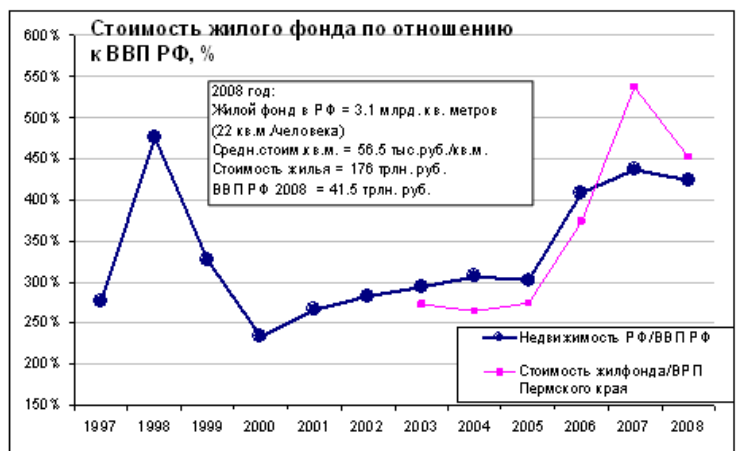
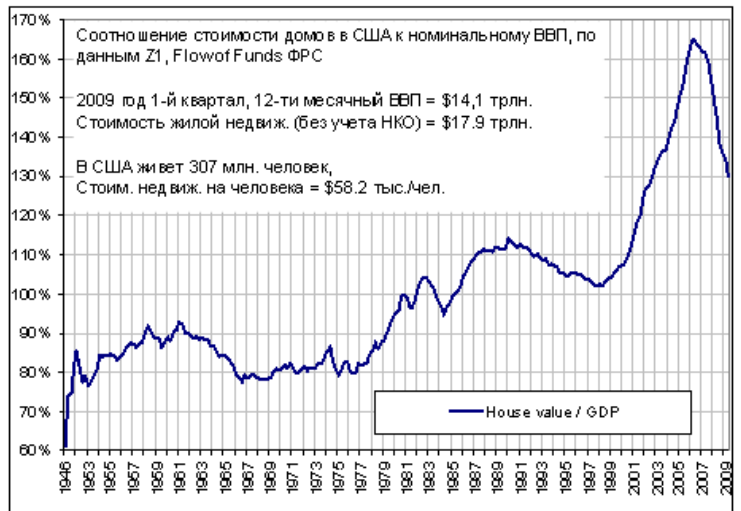
Теперь мы можем сравнить этот показатель с российским, для этого мы посчитали «капитализацию недвижимости». Росстат дает цифру средней стоимости квадратного метра и всего жилого фонда. Конечно, есть вопросы, что такое средняя стоимость Росстата. Например, $(3+3+3+3+3+33)/6=8$, в этом примере средняя стоимость кв.м. завышена из-за одной дорогой квартиры их шести. Простая средняя имеет тенденцию завышать, и как считает показатель Росстат нам не известно (но, наверное, это можно найти на сайте). По идее, Росстат должен применять весовые коэффициенты, чтобы дать адекватную стоимость. Пока будем предполагать, что все цифры правильные.

Получается, что в России на душу населения, в среднем, приходится стоимость недвижимости в размере 1.2 млн. рублей. Немало. Это \$39 тыс. по нынешнему курсу в 31 руб./долл. На американском аналогичном графике выше приведен расчет стоимости жилья на одного американца, дающий \$58.2 тыс. Таким образом, россияне владеют примерно схожей по размеру собственностью. Если мы учтем, что из \$17 трлн. стоимости американкой недвижимости около \$10 трлн. составляет ипотека, а в России ипотека около 2.5% от ВВП (можно пренебречь), то в среднем россиянин владеет более дорогой долей чистой стоимости недвижимости, чем американец. Из этого вряд ли можно сделать какие-то выводы, просто, курьезный факт. Хоть в чем-то перегнали.

Вся недвижимость России стоит 176 трлн. руб. или \$5.6 трлн. Немало, это в ~4 раза больше, чем наш ВВП, тогда как американская недвижимость больше ВВП всего на 30%. Опять же, из этого вряд ли можно сделать выводы о стоимости, кроме как то, что нужно увеличивать размер нашей экономики.

Недвижимость в большинстве стран - это самое дорогое, чем владеет человек, фондовый рынок, депозиты, валюта, в среднем, всегда составляли и будут составлять меньшую долю персонального богатства.

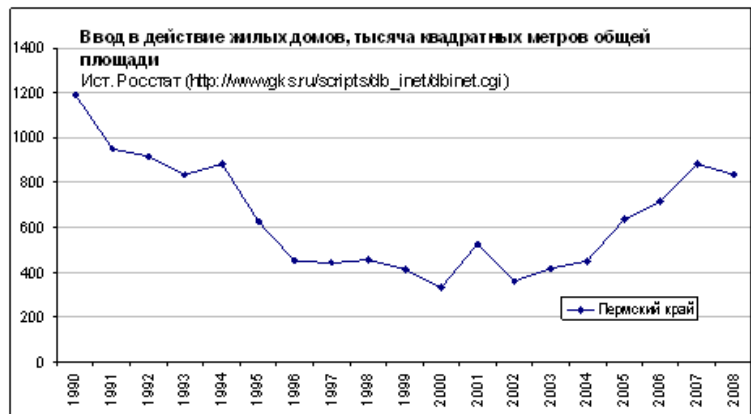
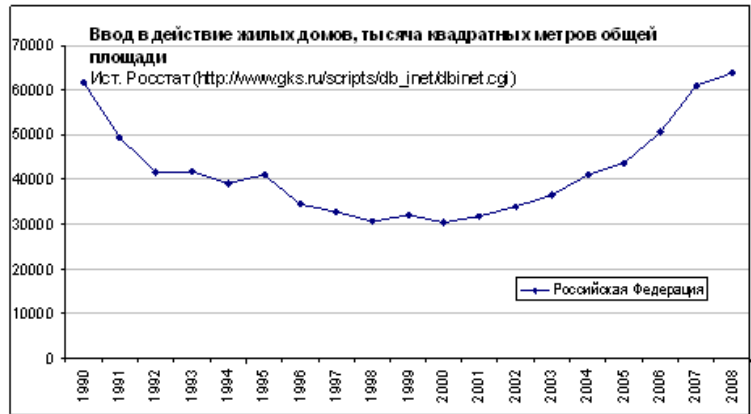
Можно также оценить вклад жилищного строительства в ВВП страны. Для этого были перемножены по годам объемы вводимого жилья и средней цены на конец периода. Это можно критиковать, поскольку введенная недвижимость обычно в большей мере уже продана, но это не суть. Можно посчитать долю строительства по данным Росстата, но хотелось оценить именно жилое строительство.



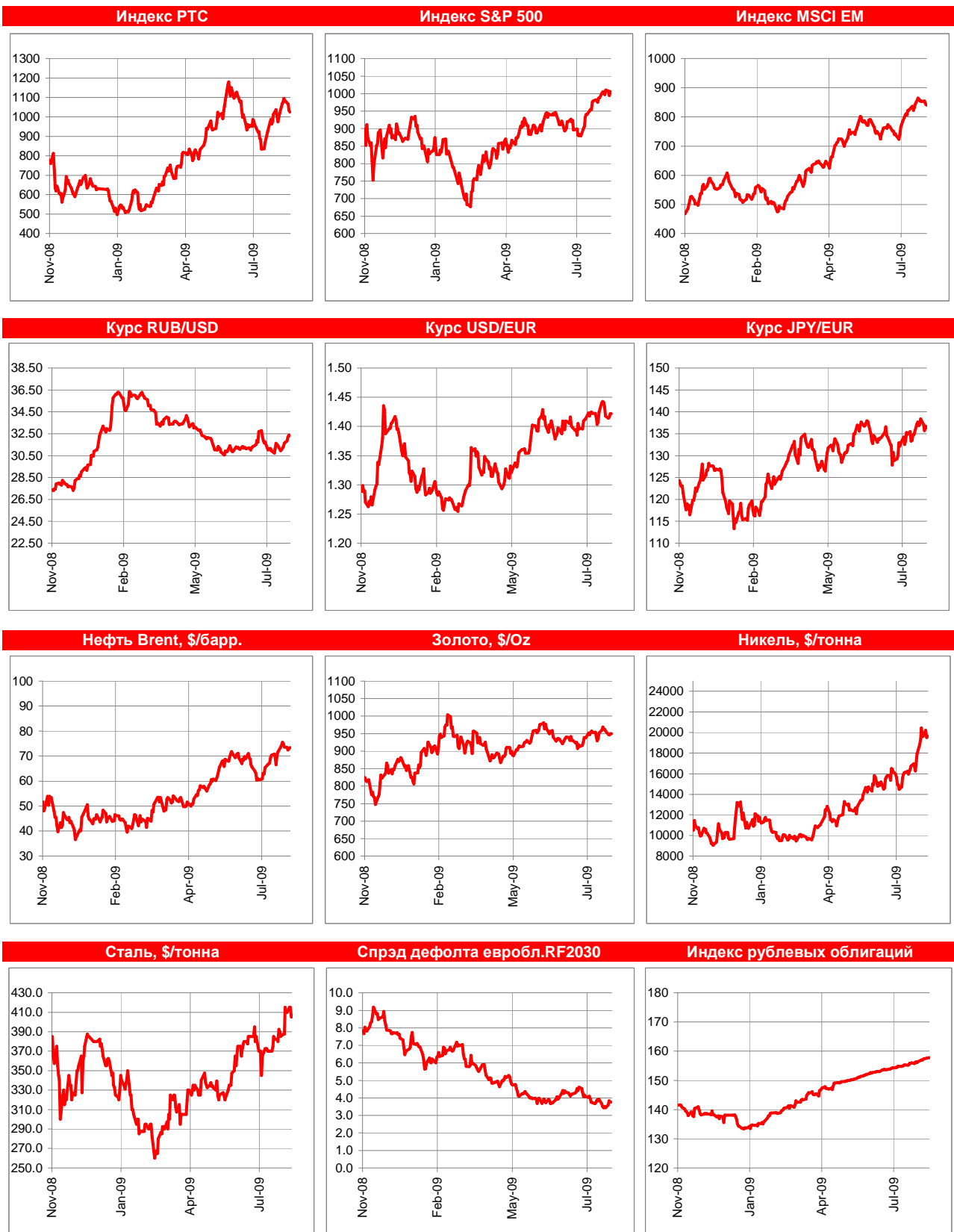
Есть еще интересные графики.

В стране строительство показало яму, восстановившись до уровня 1990 года (пик строительства в СССР это 1986 год).

Пермский край показал похожий профиль движения, но так и не восстановился до уровня 90-го года.



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.