

Разница в фундаментальных оценках между производителями и спотовым рынком

1. Вступление

Традиционно инвесторы рассматривают акции добывающих компаний как ставку с кредитным плечом на базовый актив. Однако на практике корреляция между ценой на физический товар (спот) и капитализацией производителей регулярно нарушается. Фундаментальная оценка спотового рынка опирается исключительно на макроэкономику (баланс спроса и предложения, ставки ЦБ, инфляцию). Оценка производителей строится на корпоративных финансах (операционная эффективность, дивиденды, капитальные затраты, качество управления и страновые риски).

В данном отчете анализируется природа этого расхождения (valuation gap) на примере рынков золота и нефти.

2. Ключевые факторы расхождения оценок

Разрыв между ценой сырья и стоимостью компаний, его добывающих, обусловлен четырьмя главными факторами:

- **Операционное плечо и инфляция издержек (AISC / Break-even):** Спот реагирует на инфляцию ростом. Производители, напротив, страдают от инфляции: растут цены на дизельное топливо, оборудование и рабочую силу. Если издержки растут быстрее спотовых цен, маржинальность бизнеса и его мультипликаторы (EV/EBITDA, P/E) падают.
- **Дисциплина капитала и аллокация (CAPEX vs. FCF):** Рынок оценивает спот «здесь и сейчас». Акции оцениваются по будущему свободному денежному потоку (FCF). Если менеджмент тратит сверхдоходы от высоких цен на неэффективные слияния и поглощения (M&A) или разведку плохих месторождений, акции будут отставать от спота.
- **Хеджирование:** Многие компании продают будущую добычу по фиксированным ценам для защиты от падения рынка. Если спотовая цена резко взлетает, захеджированные производители не получают сверхприбыли, и их акции стагнируют.
- **Риски юрисдикции и ESG-факторы:** Спотовая баррель нефти или унция золота не имеет «национальности» или углеродного следа. Компания-производитель может столкнуться с национализацией активов, повышением налогов (windfall taxes) или давлением экологов, что ведет к дисконту в акциях.

3. Кейс 1: Золото (Спот vs Золотодобытчики)

Исторически акции золотодобывающих компаний (индексы типа GDX или HUI) торговались с премией к золоту благодаря операционному плечу. Однако в последние годы мы наблюдаем устойчивый разрыв в пользу спота.

Динамика спотового рынка (XAU/USD):

Золото оценивается как квази-валюта и защитный актив. Главные драйверы — реальные процентные ставки в США, спрос со стороны мировых Центробанков (в условиях геополитической фрагментации) и премия за риск. Золото не генерирует денежный поток, но и не несет операционных рисков.

Динамика золотодобытчиков:

Фундаментальная оценка золотодобытчиков столкнулась с серьезными проблемами:

- 1. Рост затрат – AISC (All-In Sustaining Costs):** Из-за удорожания энергии, взрывчатых веществ и дефицита квалифицированных кадров, себестоимость добычи унции золота существенно выросла. Даже при исторических максимумах цены на золото маржа многих компаний осталась на уровне прошлых лет.
- 2. Истощение запасов (Grade Decline):** Содержание золота в руде падает по всему миру. Компании вынуждены перерабатывать больше породы, чтобы добыть то же количество металла.
- 3. Вывод:** Инвесторы предпочитают «чистую» ставку на рост золота через физические ETF (например, GLD), избегая специфических рисков менеджмента и инфляции издержек в добыче.

4. Кейс 2: Нефть (Brent/WTI vs Нефтегазовый сектор)

В нефтяном секторе наблюдается иная картина. В определенные периоды акции нефтяных мейджоров (Exxon, Chevron, европейские компании) могут демонстрировать устойчивость даже при коррекции спотовых цен.

Динамика спотового рынка (Brent/WTI):

Спот крайне волатилен и реагирует на решения ОПЕК+, макроэкономические данные из Китая и США, а также на сбои в цепочках поставок. Бэквордация (когда спот дороже дальних фьючерсов) часто делает удержание бумажной нефти невыгодным на длинных горизонтах.

Динамика производителей нефти:

В последние годы парадигма оценки нефтяных компаний кардинально изменилась:

- 1. Смена фокуса с «Роста» на «Ценность»:** В прошлом компании стремились наращивать добычу (drill, baby, drill) любой ценой, что приводило к обвалу цен и убыткам. Сегодня нефтяной сектор демонстрирует строгую капитальную дисциплину. Компании ограничивают CAPEX и направляют рекордные свободные денежные потоки на дивиденды и обратный выкуп акций (buybacks).
- 2. Снижение точки безубыточности:** Благодаря технологиям и оптимизации многие сланцевые и традиционные проекты теперь рентабельны даже при \$50-60 за баррель.
- 3. Вывод:** Даже если спотовая цена нефти снижается с \$90 до \$75, компании продолжают генерировать огромный FCF, поддерживая котировки своих акций. В данном случае акции могут быть более привлекательным и стабильным активом для долгосрочного инвестора, чем фьючерсы на нефть.

5. Сравнительная таблица мультипликаторов и драйверов

Характеристика	Спот (Физический товар)	Акции добывающих компаний
Основной драйвер роста	Баланс спроса и предложения, Геополитика	Свободный денежный поток (FCF), Дивиденды
Риск инфляции	Хеджирует инфляцию (обычно растет)	Страдают от инфляции издержек (OPEX/CAPEX)
Ключевая метрика оценки	Форвардная кривая (Контанго/Бэквордация)	EV/EBITDA, P/FCF, Net Debt/EBITDA
Генерация дохода	Отсутствует (только прирост капитала)	Регулярные дивиденды и обратный выкуп



6. Инвестиционное заключение и стратегия

Понимание разницы в оценках позволяет формировать более устойчивые портфели:

- **Если ожидается стагфляция (высокая инфляция + низкий рост):** Спот имеет преимущество. Инфляция издержек «съест» маржу производителей, а физический товар (особенно золото) отработает свою защитную функцию.
- **Если ожидается умеренная макросреда и стабильные цены на сырье:** Акции производителей выходят на первый план. Стабильные цены (даже не на рекордных уровнях) позволяют компаниям планировать бюджет, оптимизировать расходы и щедро вознаграждать акционеров через дивиденды, в то время как спот будет стоять на месте.
- **Тактическое распределение:** Инвесторам следует избегать автоматического приравнивания сектора (например, ETF на добытчиков ХОР или GDX) к сырью (USO или GLD). Привлекательность акций зависит не только от цены товара, но и от текущих рыночных мультипликаторов. Если нефть дорогая, но P/E нефтяников исторически низок, акции предпочтительнее. Если золото на пике, но производители не справляются с издержками, лучше выбрать физический металл.



TENIZ CAPITAL

INVESTMENT BANKING

Информация, содержащаяся в настоящем отчете, носит исключительно информационный характер и не является предложением на совершение операций. Отмечаем, что прошлая доходность не является показателем доходности инвестиций в будущем.

АО «Teniz Capital Investment Banking» не несет ответственности за использование клиентами приведенной информации, а также за сделки и операции с финансовыми инструментами, упоминающимися в ней.

Финансовые инструменты, номинированные в иностранной валюте, могут быть подвержены влиянию динамики курса валют.

Рекомендуем оценивать целесообразность и риск тех или иных инвестиций и стратегий и учитывать волатильности рыночной конъюнктуры.

АО «Teniz Capital Investment Banking»

Республика Казахстан,
г. Алматы, пр. Назарбаева, 240 г,
БЦ Teniz Towers

Республика Казахстан,
г. Астана, ул. Сыганак, д.60/4,
БЦ Abu Dhabi Plaza

e-mail: clients@tenizcap.kz | tenizcap.kz
+7 771 722 79 51 (WhatsApp)
+7 778 208 88 80
+7 727 355 37 22

ИНВЕСТИЦИОННЫЙ БАНКИНГ
ib@tenizcap.kz

ОТДЕЛ ПО РАБОТЕ С КЛИЕНТАМИ
sales@tenizcap.kz

ҚНРДА 18.05.2023 ж. берген №3.2.249/19 лицензия
Лицензия АРРФР №3.2.249/19 от 18.05.2023 г.

ҚНРДА 16.06.2023 ж. берген №4.3.19 лицензия
Лицензия АРРФР №4.3.19 от 16.06.2023 г.

Investment