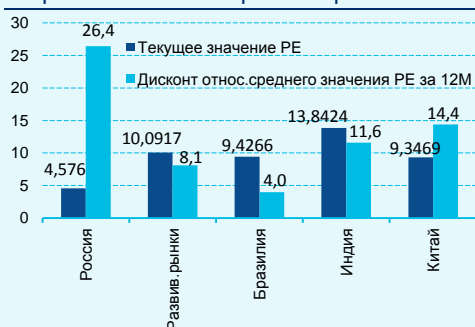


Стратегия на российском рынке акций в 2012 г.

Новая ария в улучшенной редакции

Прогнозные значения PE для России и стран BRICs

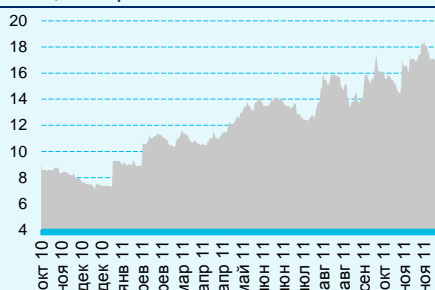
Перспективы многократного роста



Источники: «Открытие Капитал», Bloomberg

Предполагаемое значение премии за риск владения акциями российских компаний

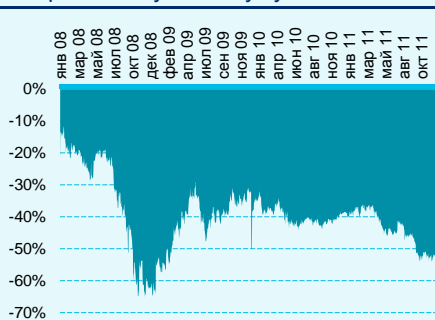
У акций хорошая стоимость



Источники: «Открытие Капитал», Bloomberg

Историч. дисконт прогнозного значения PE для России к EM

55%-ный дисконт к EM близок к историческому минимуму



Источники: «Открытие Капитал», Bloomberg

Мы устанавливаем целевой уровень индекса РТС в 2012 г. на отметке 1 900 пунктов, что предполагает более чем 40%-ный рост относительно его текущих значений.

Неблагоприятные тенденции, доминировавшие в России в 2011 г., на наш взгляд, сохранятся, и неопределенность в еврозоне по-прежнему будет служить причиной волатильности российского рынка акций. В то же время, мы полагаем, что цены на нефть будут получать поддержку за счет проведения в глобальном масштабе наступательной денежно-кредитной и бюджетной политики, что должно будет заставить инвесторов вновь обратить свое внимание на привлекательные стороны вложения средств внутри страны. Фоном для проявления основных факторов роста котировок бумаг российских эмитентов станет, на наш взгляд, избирательный цикл, который будет сопровождаться ускорением воплощения в жизнь стоящих на повестке дня реформ, ставших теперь политической и экономической необходимостью.

Улучшение условий для инвестирования. Вступление в ВТО и совершенствование инфраструктуры финансовых услуг в России являются для страны важным шагом в переходе к экономике знаний. Кроме того, сделка между «Роснефтью» и Exxon, поправки в закон о стратегических отраслях и снятие ограничений по объему ГДР (25% акционерного капитала) свидетельствуют о том, что Кремль понимает необходимость создания условий, способных заинтересовать зарубежное инвестиционное сообщество.

Мы надеемся в 2012 г. на продолжение улучшения ситуации с корпоративным управлением в России. Серьезными проблемами для России остаются коррупция и неумелое корпоративное управление. Однако меры, предпринятые в 2011 г. и направленные на исправление ситуации, вселяют оптимизм. Россия вошла в состав Рабочей группы ОЭСР по противодействию взяточничеству и коррупции; «Газпром» собирается повысить дивидендную доходность своих акций, что представляет собой важный шаг в свете намеченной амбициозной программы приватизации в России; инсайдерская торговля теперь является уголовным преступлением.

Оценка акций российских компаний по-прежнему представляется нам привлекательной. С доходностью инвестиций в акции на уровне 4,6х и 55%-ным дисконтом к развивающимся рынкам Россия торгуется с аномально низкими коэффициентами для 2012 г. по сравнению с развивающимися рынками и относительно уровня нефтяных цен. В 2011 г. Россия торговалась на 20% ниже, чем в 2010 г., несмотря на то, что цены на нефть в 2011 г. были в среднем на 20% выше уровня 2010 г.

Вероятность того, что Кремль проигнорирует недавние протесты, мы относим к рискам. Если Кремль не предпримет серьезных мер по модернизации и диверсификации экономики, а также не пойдет навстречу плюрализму на политической сцене, то инвесторам будет непросто увидеть в России нечто большее, чем просто точку входа на рынок акций с высоким бета-коэффициентом по отношению к нефтяным ценам. С ослаблением представительства «Единой России» в Госдуме возможно появление осложнений на пути проведения реформ.

Мы оптимистично расцениваем перспективы акций нефтегазовых компаний, финансовых организаций и операторов мобильной связи, но при этом ожидаем снижения котировок бумаг компаний, работающих в секторах розничной торговли, металлургии и горнодобычи. Наш конструктивный взгляд на стоящие на повестке дня реформы предполагает приоритетный вес в портфеле бумаг компаний нефтегазового сектора. Нас привлекают, в частности, акции «Газпрома», «ЛУКОЙЛа» и «Транснефти». Среди бумаг финансовых организаций мы держим «длинную» позицию в **Сбербанке**, поскольку банк обеспечивает значительную рентабельность и в состоянии показать существенный рост в случае продолжения роста российской экономики. Что касается защитных бумаг, то в сегменте операторов мобильной связи мы сохраняем наше позитивное отношение к **МТС**. Нам импонирует низкий уровень долга компании и дивидендная доходность её бумаг. После продемонстрированной недавно сильной динамики котировок мы считаем, что сейчас самое время обратить внимание на бумаги ключевого акционера МТС – **АФК «Система»**. Более осторожно мы относимся к «**Магниту**» и **X5** как к представителям эмитентов в потребительском секторе. Дело в том, что по мере перехода экономики от модели, движущей силой которой выступало потребление, подпитывавшееся последовательным увеличением зарплат в бюджетной сфере, к модели, фактором роста которой являются инвестиции, объем располагаемых доходов будет испытывать давление, что негативно отразится на привлекательности бумаг компаний розничной торговли. Мы полагаем, что на фоне сохранения неопределенности относительно будущего еврозоны утрачивают свою привлекательность и бумаги компаний, работающих в секторе металлургии и горнодобычи, которые будут вынуждены рассчитывать, скорее, на факторы роста внутри страны.

Россия в 2012 г.

Краткий обзор

На пороге 2012 г. мы в целом склоняемся к положительной оценке российского рынка акций, хотя препятствия, с которыми рынок сталкивался в уходящем году, сохранятся, и неопределенность будущего зоны евро все также будет привносить волатильность в котировки бумаг российских эмитентов. Однако цены на нефть, по нашему мнению, будут по-прежнему поддерживаться проводимой в глобальном масштабе экспансионистской денежно-кредитной и фискальной политикой, в связи с чем инвесторы вновь должны обратить внимание на привлекательность российского рынка, обусловленную внутренними факторами.

Мы считаем, что политика станет основным фоном, на котором будут формироваться силы, воздействующие на рынок акций. Речь, понятно, идет о реформах, точнее о скорости их проведения. Можно предположить, что падение в последнее время популярности партии «Единая Россия», прокатившаяся «от Москвы до самых до окраин» волна протестов, которые сопровождалась обвинениями в адрес власти в широкомасштабных фальсификациях на выборах, подтолкнул Кремль на деле заняться вопросами реформирования. Другими словами, ускорение проведения реформ перестало быть исключительно экономической необходимостью, став также и политической, в чем отдают себе отчет в Кремле.

Определенно можно приветствовать тот прогресс, которого страна добилась за прошедший год в деле улучшения условий для инвестиционной деятельности. К середине 2012 г. Россия станет полноправным членом ВТО, и мы рассчитываем на дальнейшее совершенствование инфраструктуры финансовой системы. Серьезной проблемой для России остается коррупция, но обнадеживают шаги, сделанные в уходящем году в рамках реформы судебной системы, в частности, защищались права «разоблачителей» и усиливалась прозрачность в арбитражном судопроизводстве. Россия, кроме того, вступила в Рабочую группу ОЭСР по борьбе со взяточничеством, что поможет создать основы для более активного противодействия коррупции.

В 2011 г. внешняя политика, на наш взгляд, стала прагматичней, и тенденция, как мы полагаем, продолжится в 2012 г. Российский МИД отстаивал свои интересы на Ближнем Востоке и в Северной Африке, оппонируя как НАТО в целом, так и США в частности. А недавно мы услышали более жесткие заявления по новому договору СНВ. Впрочем, все это, с нашей точки зрения, предназначено для внутреннего потребления во время предвыборной кампании. Достигнутый компромисс с Грузией, открывший двери в ВТО, сделка между компаниями «Роснефть» и ExxonMobil, поправки в закон об иностранных инвестициях в стратегические отрасли и снятие ограничения на размещение депозитарных расписок на зарубежных торговых площадках в 25% уставного капитала – все это показывает понимание в Кремле необходимости привлечь внимание зарубежного инвестиционного сообщества, и мы полагаем, что данная тенденция в следующем году сохранится.

Оптимизма также добавляют улучшения в сфере корпоративного управления. По всей видимости, возрастет дивидендная доходность акций «Газпрома» – важный шаг перед реализацией в России масштабной программы приватизации. Во многих случаях прозрачнее, судя по всему, становится структура акционерной собственности, и мы надеемся, что недавние заявления премьер-министра В. Путина станут предвестником перестановок в руководстве компании и правительстве. В. Путин по-прежнему обладает значительным политическим капиталом, который, как мы полагаем, ему пригодится в первое время нового президентского срока.

Оценка акций российских компаний, на наш взгляд, по-прежнему выглядит привлекательно. Если посмотреть на перспективы 2012 г., то, исходя из коэффициента P/E на следующие 12 мес., равного 4,6х, активы российского рынка котируются по чрезвычайно низким оценкам по сравнению с рынками других развивающихся стран и по отношению к ценам на нефть. Кроме того, сохраняющаяся дорогой нефть несколько нивелировала риски для российского рынка государственных облигаций. В 2011 г. спреды кредитных дефолтных свопов (CDS) России увеличились на 116 б.п., тогда как доходности российских суверенных обязательств снизились. Так, в течение года доходность по индикативному выпуску Russia 30 упала на 60 б.п. до 4,3%. Выдвигая на повестку дня реализацию реформ, в 2012 г. правительство, предпринимая определенные шаги, сможет сократить огромный разрыв в оценке российских акций между тем значением, на которое указывает суверенный риск и цена нефти, и текущим низким уровнем. В 2011 г. Россия оказалась в числе развивающихся рынков, показавших наихудшую динамику, несмотря на то, что цена нефти в среднем на 20% превышала уровень 2010 г.

Мы предпочитаем быть реалистами и, учитывая, что Россия пережила уже два финансовых кризиса, мы бы не стали сбрасывать риски со счетов. До тех пор, пока российское правительство не совершит рывок из оков зависимости от цен на сырье в модернизацию и диверсификацию экономики, инвесторам будет сложно оценить российские активы лучше, чем сейчас, а именно, как «точку доступа» с высоким бета-коэффициентом к волатильности цен на нефть. Более того, слишком долго Россия стремилась избавить инвесторов от скептицизма в отношении намерений государства проводить реформы. В 2012 г. правительству необходимо продемонстрировать ощутимый прогресс в этом направлении, а новому президенту РФ – быть готовым к расходованию значительного политического капитала вскоре после мартовских выборов и доказать, что его программа действий не только популистская или государственническая. Стоит отметить, что данная цель труднодостижима в свете пошатнувшихся позиций партии «Единая Россия» в Госдуме.

Что касается распределения инвестиций по секторам российского рынка, то наш конструктивный взгляд на вопрос о реформах предполагает перевес позиций в нефтегазовом секторе, который, как мы полагаем, может выиграть больше других в результате повышения уровня корпоративного управления и намерения посткризисных задержек в реализации тарифной реформы. В нефтегазовом секторе мы отдаем предпочтение «Газпрому», «ЛУКОЙЛу» и «Транснефти». Сбербанк является нашим фаворитом на долгосрочную перспективу в финансовом секторе. Банк сохраняет все шансы получить преимущества от перспектив роста российского банковского сектора и экономики. В качестве защитной ставки в секторе мобильной связи подходит МТС. Компания нас привлекает низкой долговой нагрузкой и дивидендной доходностью, однако после недавнего роста ее котировок сейчас, на наш взгляд, удачный момент обратить внимание на ключевого акционера МТС – АФК «Система». Мы придерживаемся более осторожного подхода к инвестициям в компании потребительского сектора, металлургии и горной добычи. По мере того, как в экономике будет осуществляться переход от ориентированной на потребление модели, стимулируемый последовательным повышением заработных плат в госсекторе, на модель, ориентированную на инвестиции, реальные располагаемые доходы населения будут снижаться. Между тем, перспективы сектора металлургии и горной добычи нам видятся не столь привлекательными, пока сохраняется неопределенность относительно будущего еврозоны.

Засвидетельствование аналитиков

Указанные в подготовленных Группой «Открытие» отчетах аналитики свидетельствуют, что:

- 1) выраженная в отчетах точка зрения в точности отражает их личный взгляд на рассматриваемые ценные бумаги или эмитента,
- 2) размер их вознаграждения ни полностью, ни частично не зависел, не зависит и не будет зависеть прямо или косвенно от конкретных рекомендаций или точки зрения, изложенных аналитиком в подготовленных Группой «Открытие» отчетах.

Указанные в подготовленных Группой «Открытие» отчетах аналитики получили вознаграждение, размер которого базируется на различных факторах, в том числе на совокупных доходах группы «Открытие», часть которых поступает в результате инвестиционно-банковской деятельности Группы «Открытие».

Важное уведомление

Инвестиционная аналитика (Аналитика) была изначально представлена на английском языке компанией Otkritie Securities Ltd., деятельность которой разрешена и регулируется Управлением по финансовым услугам Великобритании (FSA). Перевод Аналитики на русский язык публикуется в ознакомительных целях.

Английская версия аналитического материала, в тех случаях, когда это необходимо, содержит важную информацию об эмитенте и описание в общих чертах известных на данный момент конфликтов интересов, которые могут невольно повлиять на объективность аналитика (аналитиков) в отношении эмитента, являющегося объектом настоящего аналитического исследования. Прочая важная раскрываемая информация также включается в аналитический материал, либо приводятся гиперссылки для доступа к ней.

В отношении данного аналитического обзора действует заявление об ограничении ответственности на английском языке, размещенное по адресу <http://research.otkritie.com/en/disclaimer/>.

Принципы присвоения целевых цен и рекомендаций

Целевая цена отражает прогноз аналитика в отношении абсолютной доходности (повышение курсовой стоимости, прогнозируемое согласно приводимой в аналитическом материале методике оценки на момент публикации, и дивидендная доходность) долевого ценного бумага на горизонте 12 месяцев.

По долевым ценным бумагам на момент публикации аналитического материала может быть установлена одна из трех рекомендаций:

Покупать:	целевая цена превышает курсовую стоимость ценной бумаги на 15%;
Держать:	целевая цена равна курсовой стоимости ценной бумаги либо выше или ниже ее не более чем на 15%;
Продавать:	целевая цена ниже курсовой стоимости ценной бумаги на 15%.

Политика аналитического освещения: Аналитик имеет право по своему усмотрению приводить новые сведения, изменять целевую цену и/или рекомендацию с учетом имеющейся информации об эмитенте, являющемся предметом освещения, секторе и/или рынке, если таковая может оказать влияние на его (ее) мнение, изложенное в ранее опубликованном аналитическом материале. Ввиду изменения курсовой стоимости и/или ценовых колебаний ожидаемая абсолютная доходность в отдельных случаях может не соответствовать рекомендации, присвоенной на момент публикации аналитического материала. Подобные временные отклонения считаются допустимыми и подлежат рассмотрению руководством аналитического управления «ОТКРЫТИЕ Капитал».

Решение о покупке или продаже ценных бумаг принимается инвестором самостоятельно на основе собственных инвестиционных целей и только после оценки ожидаемой динамики курсовой стоимости и рисков.



ОАО «Брокерский дом «ОТКРЫТИЕ»
Адрес: 105064 г. Москва, Яковлевопостольский переулок, дом 12, стр.1, 3 этаж (м. Курская)
Тел: +7 (495) 232 9966
Факс: +7 (495) 956 47 00
E-mail: clients@open.ru
www.open-broker.ru

Время работы:
пн. - пт. с 09:00 до 21:00, без перерыва на обед
сб. с 10:00 до 19:00 (время московское)

АФФИЛИРОВАННЫЕ КОМПАНИИ

UNITED KINGDOM

OTKRITIE Securities Limited
12th Floor, 88 Wood Street,
London, EC2V 7RS, UK.
Tel.: +44 (0) 207 82 68200
Fax: +44 (0) 207 82 68201
E-mail: info@otkritie.com
www.otkritie.com
Authorised And Regulated By The Financial
Services Authority
Member of The London Stock Exchange and
APCIMS

CYPRUS

OTKRITIE Finance (Cyprus) Limited
42, Leoforos Amathountos,
Millios Building, office No.2, Agios Tychonas,
4532 Limassol, Cyprus
Tel.: +357 (25) 431456
Fax: +357 (25) 431457
E-mail: infocyprus@open.ru
www.otkritiefinance.com.cy

GERMANY

OTKRITIE Securities Limited
Operturm, Bockenheimer Landstrasse 2-4,
Frankfurt am Main, 60306, Deutschland
Tel.: +49 69 667 74 8156
Fax: +49 69 667 74 8158
E-mail: otkritie-frankfurt@open.ru
www.otkritie.com

ЦЕНТРАЛЬНЫЙ ОФИС ПРОДАЖ

Отдел по работе с частными инвесторами

8 (800) 200 99 66 (единый бесплатный номер для регионов)
clients@open.ru

Отдел по работе с юридическими лицами:

+7 (495) 745-86-57
ic@open.ru

ОТДЕЛ ПРОДАЖ

Шарапова Татьяна

старший специалист отдела продаж
+7 (495) 232 99 66 доб. 4063

Маркин Артём

главный специалист отдела продаж
+7 (495) 232 99 66 доб. 4061

Харченко Наталья

специалист отдела продаж
+7 (495) 232 99 66 доб. 4062

Критерии присвоения аналитиками инвестиционных рейтингов по акциям

ПОКУПАТЬ	Потенциал роста акции до целевой цены от 20%
ДЕРЖАТЬ	Потенциал роста акции до целевой цены от -20% до 20%
ПРОДАВАТЬ	Потенциал роста акции до целевой цены от -20% и ниже