

Год 2012: волатильный боковик

Январь 2012

Наступивший год на фондовом рынке обещает быть очень волатильным, но и дающим хорошие возможности для заработка на среднесрочных торговых стратегиях. Наш базовый сценарий предполагает максимальную концентрацию проблем в первых двух кварталах и существенное улучшение настроений (именно настроений) во второй половине. При этом основные проблемы не будут решены до наступления 2013 года.

Быстрый взгляд

- Проблемы с госдолгом и исполнением бюджетов в Европе сохраняются и обостряются в первом квартале;
- Вероятность перефокусирования рисков с Европы на США будет расти, что стимулирует раскачку на валютном рынке;
- Мы ждём продолжения давления на евро: к весне просадка возможна до района 1,2 (с вероятным проколом к 1,17) в паре EUR/USD. Тем не менее, во второй половине года мы ждём разворот в район 1,33-1,5, причём момент разворота будет и отличным поводом для входа в рынок. Рубль также пройдёт через пик ослабления, но закончит год укреплением;
- **Нефть** будет оставаться в районе **\$108 за барр** в среднем по году. Потенциальный диапазон колебаний, впрочем, широк, как и по другим активам – от \$94 до \$135, что обусловлено разнонаправленным влиянием экономических и военно-политических факторов;
- Драгметаллы не будут местом прибежища капитала и продолжают утрачивать функцию валютного хеджа;
- Точки риска приходятся на **февраль** (начало активного рефинансирования в ЕС), **март** (выборы в России, Китае и Иране), **апрель** (выборы во Франции) и **ноябрь** (выборы в США). В мае и июне пройдут саммиты G8 и G20, соответственно;
- При нормализации в конце года вновь возникнут упоминания о приватизации госактивов, что придаст импульс Транснефти, префам Сбербанка, бумагам ВТБ, Холдингу МРСК, ИнтерРАО и ряду других;
- Рекомендуемая структура портфеля на начало года: **50% акций** с упором на префы и инфраструктурные бумаги, **40% коротких облигаций**, **10% в деньгах**. При реализации базового сценария во второй половине 2012 года рекомендуем нарастить долю **в акциях до 85%**, оставшиеся средства сохранить в еврооблигациях.
- В структуре портфеля мы предлагаем сочетать акции, способные показать активный **рост на фазе восстановления** (хороший пример – НЛМК, предполагающий даже дальнейшую перекладку в ММК после нормализации долговых рынков) с бумагами, обеспечивающими **повышенную дивидендную доходность** (и более того, служащими валютным хеджем – как префы БСП).
- Префы и облигации служат в этом году одной цели – получить свободную наличность к середине года. При этом среди облигаций мы делаем упор не столько на высокую ликвидность, сколько на короткую дюрацию (к оферте или погашению) и доходность в диапазоне 9-14%;
- Еврооблигации российских эмитентов (например, Номос-Банк, Северсталь) предоставят хорошие возможности для покупки. На фазе восстановления эти инструменты будут расти первыми.

Наши базовые прогнозы и рекомендации

Макро

ВВП РФ	3,8%
Дефицит бюджета	1,1%
Инфляция в РФ	7,4%
Индекс РТС	1770 п.
Индекс ММВБ	1730 п.
Нефть Brent	\$108/барр
Рубль/\$	31,3
Рубль/€	41,4

Акции

Бумаги роста

Бумаги сохранения

	ФСК
РусГидро Холдинг МРСК Сбербанк-о,п ВТБ	
	БСП-п
Роснефть Транснефть	
	НОВАТЭК ТНК-ВР-о,п
Газпром Акрон ЛСР	
	МТС
Черкизово Магнит НЛМК	

Облигации

Стройтрансгаз-2	13,2%
Ситроникс-16об	11,4%
Ситроникс-26об	14,1%
РЖД-15	9,1%
Трансаэро-1об	12,1%
ЧТПЗ-16об	12,2%

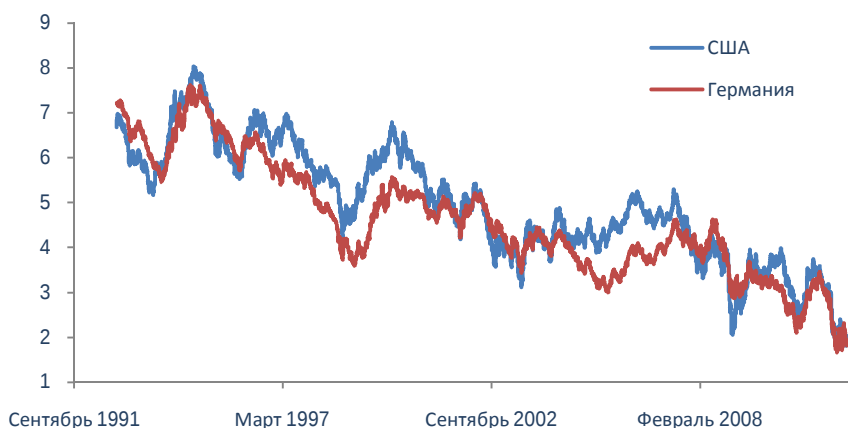
Еврооблигации

NOMOS 8.750	8.5%
PROMBK 10.750	8.7%
CHMFRU 9.750	4.7%

Видение ситуации

В течение более чем 20 лет ведущие мировые экономики жили в условиях снижающейся стоимости заимствования, позволявшей постоянно рефинансировать как уже накопленную задолженность, так и устойчиво дефицитные бюджеты. Теперь ситуация подошла к финалу и дальнейшее удешевление заимствований практически невозможно. Это означает, что по-прежнему дефицитные экономики, растущие при этом очень низкими темпами или вовсе стагнирующие, будут вынуждены занимать по стабильным или растущим ставкам. Тот, кто первым попадёт в спираль растущей стоимости долга, окажется проигравшим. Учитывая, что основной объём погашений в подавляющем большинстве развитых экономик удивительным образом приходится на 2012 год, конкуренция за деньги и игра на их стоимости будет невероятной.

Доходность 10-летних гособлигаций



Эра дешёвых денег заканчивается
и главная интрига в том – кто
станет первой жертвой

Спрэд доходности Германия-США

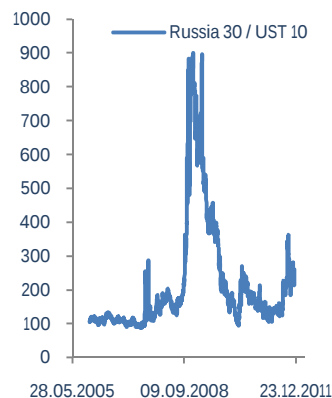


Отметим, что текущие спрэды доходностей госдолга большинства стран к UST (облигации США) находятся на необычно высоких уровнях, существенно выше средних значений. С одной стороны, это понятно, с другой – несёт в себе риски для самих UST, поскольку интерес к ним значительно сократится в случае намёка на глобальную стабилизацию, что оттянет ликвидность.

Одним из выводов отсюда является то, что мы будем свидетелями активного давления на европейскую валюту. В том числе со стороны рейтинговых агентств, причём уже в середине – конце зимы.

Совокупные объёмы привлечений (рефинансирование долга и финансирование дефицита) в ЕС и США в этом году составят около 1,2 трлн евро и \$3,6 трлн., соответственно. При этом дефицит США, превышающий \$1,28 трлн (более 8% ВВП), создаёт реальные проблемы с точки зрения обеспечения необходимой ликвидности. В этом кроется очередная проблема для глобальных рынков и очередной вызов для ФРС. Центрами притяжения внимания в ближайшие два месяца станут Франция, находящаяся под угрозой снижения рейтинга и Италия, которая вступает в период масштабного рефинансирования долга (платежи по году превысят объём немецких погашений). Испанские долги несколько ушли в тень, но сосредоточение на Италии стратегически не вполне верно: Италия должна погасить в 2012 году долгов на 340 млрд евро. Однако, при более диверсифицированной и сбалансированной экономике с дефицитом 3% ВВП и безработице ниже средней по ЕС, в то время как Испания – 150 млрд евро, но при дефиците 8% ВВП и безработице более 20%. Вопрос уверенности потенциальных кредиторов в возвратности в такой ситуации становится ключевым.

Спрэд Россия 30-UST 10.
Снова растёт оценка рисков



Ближе к марту в фокусе окажется Греция со своей, уже в третий раз возникающей, проблемой возможного дефолта.

Макросрез

При первом взгляде ситуация в мировой экономике выглядит не столь удручающей. Фактически есть вполне обоснованная уверенность в том, что глобальная рецессия миру пока не грозит, однако в региональном аспекте опасения есть.

	Инфляция	Безработица	Динамика ВВП *
США	3,4	8,5	1,5
ЕС	3,0	10,3	1,4
Китай	4,2	4,1	9,1
Россия	6,1	6,3	4,8
Япония	-0,5	4,5	-0,7
Германия	2,1	6,8	2,6
Англия	3,3	8,3	0,5
Франция	2,5	9,7	1,5
Италия	4,8	8,1	0,2
Мексика	3,5	5,0	4,5
Корея	4,2	3,1	3,5
Греция	2,9	17,7	-5,5
Ирландия	2,9	14,3	-0,1
Испания	2,4	21,5	0,8
Португалия	4,0	12,4	-1,7
Бразилия	6,5	5,2	2,1
Индия	9,3	0,0	6,9

*данные за 9М 2011 г

Учитывая накопившиеся объёмы госдолгов и, исходя из базового сценария, мы предполагаем следующие показатели роста для основных экономик в 2012 году.



В целом реализация такого сценария в мировой экономике, вполне вероятная, позволит увидеть умеренное восходящее движение на рынке в 3-4К 2012 года.

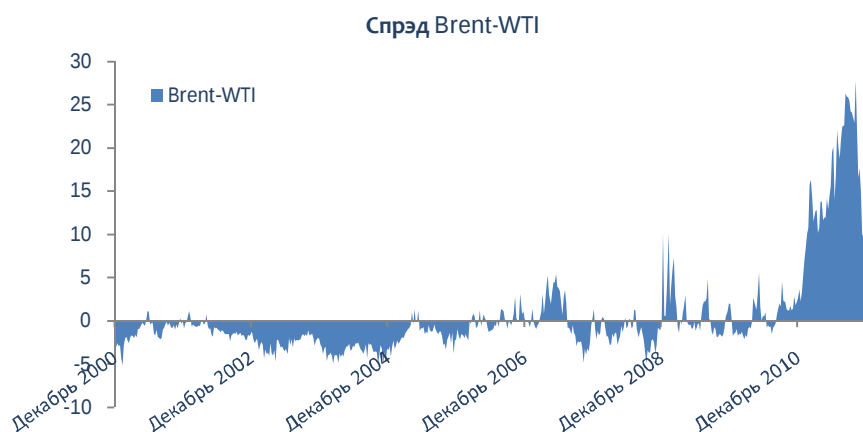
Нефть

Нефть снова оказалась палочкой-выручалочкой российской экономики. Тем не менее, помочь отечественному фондовому рынку она в той же степени не смогла – слишком

высоки опасения возможного снижения цен и слишком высоки прочие риски, свойственные России в восприятии западных инвесторов.

В 2012 году мы видим угрозу для котировок нефти со стороны повышенных рисков на рынке госдолга и вынужденного вывода ликвидности некоторыми институциональными инвесторами. Нельзя сбрасывать со счетов и стагнацию регионального спроса в Европе. Тем не менее, драматизировать эти факторы не стоит. Совокупный спрос в 2012 году продолжит рост и может прибавить порядка 0,8-1,3 млн барр/сут, достигнув 90,3-90,7 млн барр/сут.

Одним из характерных элементов рынка нефти может стать повышенная волатильность спреда Brent/WTI, что обусловлено как рисками европейского рынка (спрос и стабильность поставок), так и инфраструктурными проектами в США (внутренне трубопроводное строительство).



Мы не ждём перехода спреда к отрицательным значениям, поскольку нагнетание ситуации на Ближнем Востоке, особенно вокруг Ирана, будет только продолжаться. Добыча в Ливии также восстанавливается медленно и достигнет довоенных уровней не ранее чем к концу 3К 2012 года, поскольку часть инфраструктуры (и транспортной, и промысловой) пострадала существенно. Сезонное снижение цен весной может вновь не состояться – на этот раз из-за выборов в Иране, которые, и без того мало предсказуемые из-за внутренних противоречий, рискуют к тому же перерасти в попытку очередной цветной революции.

Как ни странно, сложившаяся ситуация весьма благоприятна для США: если они действительно нацелены на реиндустриализацию, осуществить её можно только на принципе новой, энергоэффективной конкуренции с Китаем, ЮВА и ЕС. Чем выше будут энергетические и, что немаловажно, транспортные издержки выпуска и доставки продукции, тем более конкурентоспособной будет американская промышленность, особенно на внутреннем рынке. Дорогая Brent – это, прежде всего, удар по Китаю и Европе, и в последнюю очередь – по США, которые могут рассчитывать на рост поставок из Канады и Латинской Америки (особенно Бразилии). Учитывая повышенные социальные расходы устоявших ближневосточных монархий, сверставших свои бюджеты при \$80-100 за барр, мы не ожидаем падения котировок североморской нефти ниже диапазона \$93-101 за барр. Это уникальная ситуация. Средняя ожидаемая нами цена нефти по году составляет \$108 за барр.

Драгметаллы

На рынке драгоценных металлов наблюдается своего рода «усталость хеджеров». Инвесторы, искавшие в этих активах спасения для своих капиталов, теперь активно сокращают покупки. Это чётко видно по соотношению в парах золото/серебро и платина/палладий – «вторые номера» в них начали активно покупать в конце 2010-начале 2011 года и в течение первых трёх кварталов складывалось ощущение, что инвесторам не хватает металла. Сейчас это уже не так и мы не ждём возобновления роста серебра и палладия против золота и платины, соответственно. Более того, очень похоже, что в серебре, прежде чем вернуться к нормальному соотношению с золотом, крупные игроки сначала сумели очень эффектно разыграть тему «возврата к 1:20». Тем не менее, наши ожидания в итоге оправдались и соотношение в паре вновь поднялось

до 55 унций серебра за унцию золота.

Соотношение стоимости драгметаллов в парах



Остывание интереса к драгметаллам привело к тому, что продажи в золоте оказались наименее активными по сравнению с тремя другими металлами и мы стали свидетелями роста золота выше паритета с платиной. Случай действительно уникальный и обусловленный, на наш взгляд, локальными нестационарными факторами, поэтому в 2012 году мы предлагаем перейти от уже отработавшей покупки спреда золото/серебро к продаже спреда золото/платина.

Динамика драгметаллов за 18 лет



Динамика золота и соотношение с платиной за 18 лет



Российский рынок

Россия закончила год с профицитным бюджетом и весьма уверенными темпами роста. Пусть это обусловлено внешними объективными факторами, но и внутри страны мы отмечаем очень позитивную динамику внутреннего спроса, что поддержало ритейл и банки. Накопленные ЗВР (свыше \$500 млрд) позволяют правительству и ЦБ чувствовать себя более чем уверенно в краткосрочной перспективе, реализуя взятые на себя бюджетные обязательства и поддерживая необходимую ликвидность в системе, однако очевидно, что от длительной рецессии в мировой экономике они не спасут. При этом финансирование растущих бюджетных расходов (социалка и оборона) так или иначе, потребует в итоге возврата к планам продажи госактивов при нормализации положения.

Напомним, что программа приватизации в исходном варианте предполагала продажу активов на сумму около \$28 млрд, но реально было получено лишь около 12% этой суммы — за счёт пакета ВТБ. В очереди на продажу стоят, прежде всего, ФСК, Роснефть, РусГидро, Сбербанк, Совкомфлот, ВТБ, ОЗК и другие.

Ожидания подготовки к продажам госпакетов дадут повод рассчитывать на

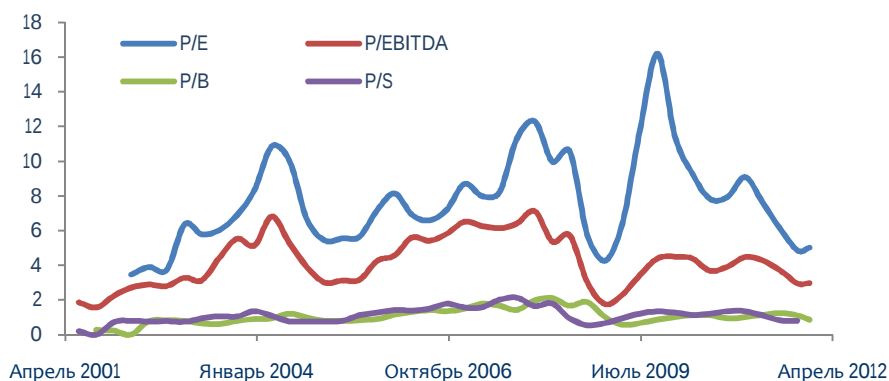
опережающий рост отечественного рынка, поскольку в этом году его недооценка, как относительно фундаментальных показателей, так и относительно других рынков лишь возросла.

	P/E	P/S	P/EBITDA	P/B
США (Dow Jones)	12,8	1,3	6,9	2,6
США (S&P 500)	13,4	1,3	6,6	2,1
США (NASDAQ)	22,5	1,6	8,9	2,7
Германия	10,2	0,6	4,2	1,3
Франция	9,3	0,6	4,0	1,1
Англия	10,1	0,9	5,6	1,6
Голландия	9,4	0,6	5,0	1,2
Швейцария	14,7	1,6	7,4	2,1
Япония	16,7	0,5	4,5	1,1
Мексика	18,7	1,6	6,0	2,5
Бразилия	9,5	1,2	5,6	1,3
Китай (Гонконг)	8,5	1,8	7,1	1,3
Китай (Шанхай)	11,3	1,0	6,6	1,7
Индия	14,5	1,6	7,8	2,5
Россия (РТС)	5,1	0,8	3,0	0,9
Россия (ММВБ)	5,2	0,9	3,1	0,9
Среднее	5,2	0,9	3,1	0,9
Итого				0,89

Как видим, потенциал догоняющего роста очень велик.

К сходным выводам приводит и анализ динамики сравнительных коэффициентов отечественного рынка.

Динамика коэффициентов российского рынка

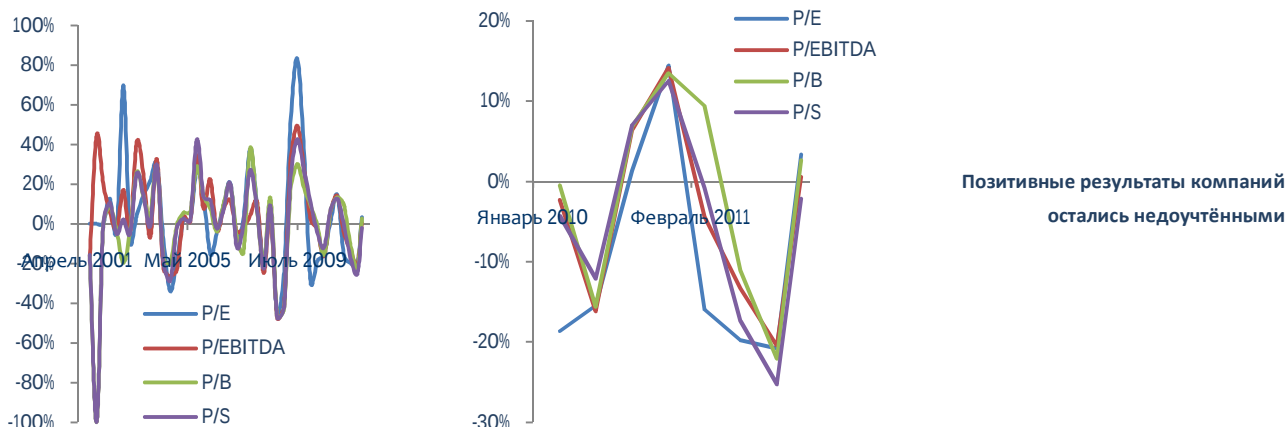


Российский рынок
оценивается по минимумам

Оценка российского рынка чрезвычайно низка – по коэффициентам уровни ниже наблюдались лишь в 2002 и 2008 годах.

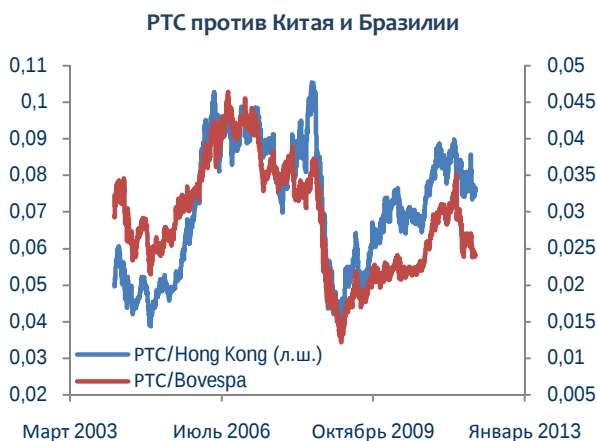
Характерно, что благоприятная ситуация внутри страны и сильные корпоративные отчёты были во многом проигнорированы рынком, что показывает поквартальная динамика коэффициентов в 2011 году: классическая летняя переоценка вниз оказалась очень глубокой, а весеннего и предзимнего повышательного изменения практически не произошло. Таким образом, накопленный положительный результат остался не отыгранным.

Динамика изменений коэффициентов в 2001-2011 гг (слева)
и в 2010-2011 гг поквартально (справа)



В среднесрочной перспективе это предполагает опережающий рост рынка, в краткосрочной – привлекательную доходность на префах с вероятным ростом их котировок к сезону отсечек.

Оценка российского рынка по отношению к сырью, драгметаллам и другим рынкам также указывает на локальную перепроданность.

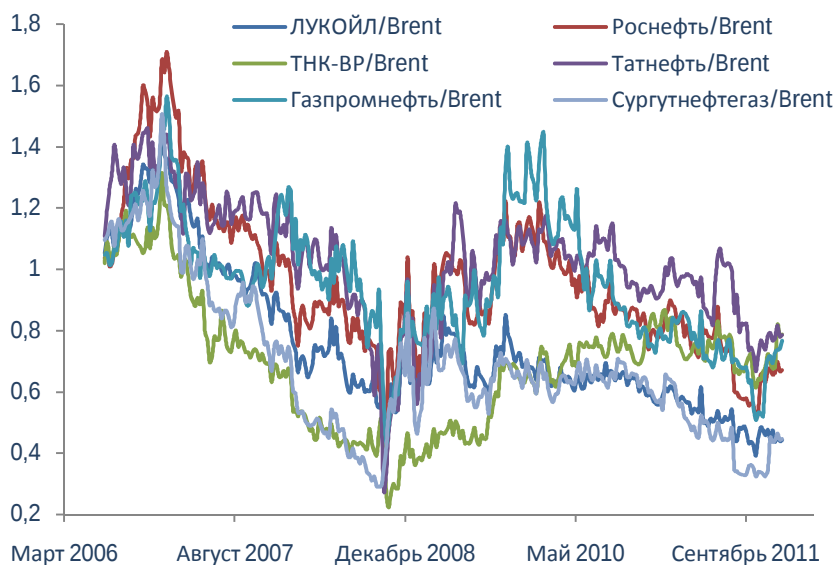


Может ли это служить сигналом к покупке? Само по себе нет – перепроданность лишь констатирует факт сниженного интереса инвесторов к России. Однако нет сомнений в том, что главная причина пониженного интереса находится не в России, а «дома» у самих иностранных инвесторов, поэтому потенциальная привлекательность покупок отечественных активов в этом году будет весьма высока и мы рекомендуем использовать каждый удобный момент – пружина отложенного спроса явно сжата.

Торговые идеи

В фокусе – нефтегазовые компании. С одной стороны, по большинству привилегированных акций ВИНК ожидается дивидендная доходность на уровне или выше 10%, с другой – высокие цены на нефть явно требуют положительной переоценки котировок.

Акции большинства ВИНК дешевеют относительно нефти с начала 2010 года



**В 2011 году все ВИНК
дешевели относительно нефти**

Привлекательными являются покупки префов Сургутнефтегаза, Татнефти, ТНК-ВР. Роснефть может стать лидером роста в случае нормализации ситуации на рынках в конце года и возобновления темы приватизации госпакетов.

Среди банковских бумаг на вторую половину года лучшими темами могут стать префы Сбербанка и бумаги ВТБ. В начале же года мы предпочитаем префы банка Санкт-Петербург – это, пожалуй, единственная акция на российском рынке, обеспечивающая прямой непосредственный хедж девальвации рубля. Дивиденды по этим бумагам привязаны к цене размещения акций (в долларах) и выплачиваются в рублях по курсу на дату закрытия реестра, что происходит обычно в марте. На сегодня ожидаемая нами доходность составит порядка 13,5% (около 12,1 руб на акцию). Акции будут конвертированы в обыкновенные через год, причём после выплаты дивидендов по итогам 2012 года, так что запас по срокам для компенсации падения курсовой стоимости ещё есть.

Вообще интересно, что осенью прошлого года большинство префов резко сократили дисконты в своих парах к обычкам. В меньшей степени это коснулось лишь ТНК-ВР (где дисконт и так невелик, а дивидендная доходность вполне сопоставима по обоим бумагам) и Сбербанка (где дисконт резко сократился летом на корпоративных заявлениях и постепенно возрастал всё второе полугодие). Это указывает на предпочтение ликвидности инвесторами – дивидендная страховка работает сейчас в полной мере.

Как уже отмечалось, привлекательными выглядят покупки инструментов, которые могут принести свободную наличность к середине года, когда кое-что может проясниться (впрочем, концентрация проблем именно в 1П 2012 года весьма условна, например, груз долговых платежей действительно смещён на начало года, но всё же на вторую половину приходится более 40% объёмов рефинансирования, так что сюрпризы будут возможны). Такими инструментами могут стать не только изблюбленные префы Сургутнефтегаза, Татнефти, Дорогобужа, БСП, акции МТС и т.д., но и короткие облигации. Мы рекомендуем присмотреться ко второму выпуску Стройтрансгаза, первому и второму выпускам Ситроникса, первому выпуску Трансаэро и ряду других. На фоне сравнительно низкой ликвидности (приемлемой, однако, для индивидуальных инвесторов) и небольших лимитов у институционалов эти бумаги демонстрируют очень

привлекательную доходность, не вызывая при этом сомнений в способности эмитентов обслуживать этот долг. Близкие сроки погашений или оферт (весна-лето) делают эти бонды удобным средством для консервативных инвесторов, желающих переждать беспокойный первый квартал с фиксированной доходностью и получить свободные средства в период вероятных летних минимумов.

Если ситуация будет развиваться по умеренно благоприятному сценарию, то во второй половине года волатильное боковое движение на рынке примет в среднем восходящий тренд, что откроет путь для активного входа в бумаги эмитентов финансовой и горно-металлургической отраслей.

На протяжении года останется интересной торговля спрэдом в паре Северсталь/НЛМК (диапазон отношения 4,9-6,3), причём игра на сокращение спрэда выглядит предпочтительнее. В конце года при благоприятном сценарии также станет возможной перекладка из НЛМК в ММК.

Итак, 5 торговых идей на этот год:

- Покупаем префы ВИНК и БСП (до отсечек), Стройтрансгаз-2, Ситроникс-1,2 (до погашения);
- Покупка МТС, ФСК, Холдинга МРСК и РусГидро, удержание в течение года;
- В середине года вход в префы Сбербанка и акции ВТБ и Роснефти;
- Покупка НЛМК в середине года и перекладка в ММК осенью в случае ослабления угрозы рецессии в ЕС и сохранения темпов роста в США и Китае;
- Покупка на просадках в январе-апреле еврооблигаций Номос-Банка и Промсвязьбанка с удержанием до конца года или сокращения спрэда к суверенному долгу на 200-250 б.п.

ООО «УНИВЕР Капитал»

Центральный офис:

123317, г. Москва, Пресненская наб., д.10, Блок Б

Телефон/факс: +7 (495) 792-555-0

E-mail: univer@univer.ru

Интернет-сайт: www.univer.ru

Департамент аналитических исследований

Head of Research

Александров Дмитрий, Ph.D.

тел.: (495) 644-11-22, доб. 3336

e-mail: Daleksandrov@univer.ru

Junior Financial Analyst

Даровская Ксения

e-mail: Kdarovskaya@univer.ru

Financial Analyst

Шульгина Ксения

e-mail: Polyak@univer.ru

Junior Financial Analyst

Неверова Дарья

e-mail: Dneverova@univer.ru

Департамент брокерского обслуживания

Head of Brokerage

Иконникова Юлия

тел.: (495) 792-555-0 доб. 2271

e-mail: Yikonnikova@univer.ru

Епишкин Александр

Телефон: +7 (495) 644-11-22, доб. 2287

E-mail: aepishkin@univer.ru

Душек Александр

Телефон: +7 (495) 644-11-22, доб. 2282

E-mail: adushek@univer.ru

Домнин Виктор

Телефон: +7 (495) 644-11-22, доб. 2256

E-mail: vdomnin@univer.ru

Душенкина Наталья

Телефон: +7 (495) 644-11-22, доб. 2295

E-mail: ndushenkina@univer.ru

Представительства:

344002, г. **Ростов-на-Дону**, пр-т Буденновский 26/57, офис 13

Телефон: (863) 269-58-25, 269-54-08

E-mail: rostov@univer.ru

420021, г. **Казань**, ул. Татарстан 20, офис 300

Телефон: (843) 240-40-35

E-mail: kazan@univer.ru

410004, г. **Саратов**, ул. Чернышевского д. 60/62 «А» 3 этаж

Телефон: (8452) 34-44-44, 45-96-92

E-mail: saratov@univer.ru

Доводим до Вашего сведения, что информация, содержащаяся в настоящем обзоре, подготовлена на основании открытых источников, является мнением аналитиков, и все риски от решений, принятых на основании данного обзора, ложатся ИСКЛЮЧИТЕЛЬНО на инвестора.

Not for USA and/or GB users.

Настоящее аналитическое исследование подготовлено ООО Инвестиционная Группа «УНИВЕР Капитал» на основе информации, полученной из официальных общедоступных источников, в надежности и достоверности которых нет оснований сомневаться. Специальных исследований, направленных на выявление фактов неполноты и недостоверности указанной информации, не проводилось. Аналитические выводы и заключения, представленные в настоящем документе, являются мнением специалистов ООО Инвестиционная Группа «УНИВЕР Капитал». Никакая информация и никакое мнение, выраженное в данном документе, не являются рекомендацией по покупке или продаже ценных бумаг, иных финансовых инструментов, опционов, фьючерсов или ценных бумаг, производных от этих активов (деривативов), не является офертой или предложением делать оферту или осуществлять иные вложения капитала.

Данное аналитическое исследование не предоставляет гарантий или обещаний будущей эффективности (доходности) деятельности на рынке ценных бумаг. За достоверность информации, лежащей в основе настоящего документа, и за последствия решений, принятых Вами на основе настоящего документа, ООО Инвестиционная Группа «УНИВЕР Капитал» ответственности не несет.

Необходимо принимать во внимание, что доход от инвестирования в определенные ценные бумаги или иные финансовые инструменты, если таковой имеет место, может варьироваться, а стоимость этих ценных бумаг и иных финансовых инструментов может повышаться или понижаться. Колебание курсов иностранных валют может оказать неблагоприятное влияние на курс, стоимость и доходность определенной ценной бумаги и иного финансового инструмента, упомянутых в настоящем документе.

Никакая информация, касающаяся налогообложения, изложенная в настоящем документе, не является консультированием по вопросам налогообложения. Наша Компания настоятельно рекомендует инвесторам обращаться за консультациями к независимым специалистам в области налогообложения, которыми будут учитываться особые обстоятельства каждой конкретной ситуации.

ООО Инвестиционная Группа «УНИВЕР Капитал» проводит строгую внутреннюю политику, направленную на предотвращение каких-либо действительных или потенциальных конфликтов интересов компании и инвесторов, а также предотвращение ущемления интересов инвесторов.

Для получения дополнительной информации о ценных бумагах, упомянутых в настоящем исследовании, необходимо обратиться в ООО Инвестиционная Группа «УНИВЕР Капитал».

Воспроизводить, копировать, цитировать, а также делать выдержки из настоящего документа без предварительного письменного согласия ООО Инвестиционная Группа «УНИВЕР Капитал» запрещено.

© ООО Инвестиционная Группа «УНИВЕР Капитал». 2011

This research report is prepared by IG Univer Capital and is based on the information obtained from official public sources, which are reasonably deemed to be reliable and trustworthy. No special researches were carried out in order to elicit the fact that the information contained herein is inaccurate or incomplete. Analytical summaries and decisions contained herein are only the opinions of our specialists. Neither information nor any opinion expressed in this report constitutes a recommendation, an offer or an invitation to make an offer to buy or sell any securities, other investment or any options, futures or derivatives related to such securities or investments.

This research report does not provide any guarantees or promises of effectiveness (profitability) of your activities on the securities market. IG Univer Capital is not responsible for any fact of unreliability of the information contained in this document and for any measures taken by you while operating on the securities market on the basis of the above mentioned information.

It is necessary to take into consideration that any income related to such securities or other investments, if any, may fluctuate and that price or value of such securities and investments may rise or fall. Foreign currency rates of exchange may adversely affect the value, price or income of any security or related investment mentioned in this report.

No information relating to taxation discussed herein is a tax advice.

Investors are urged to seek tax advice based on their particular circumstances from an independent tax professional.

IG Univer Capital maintains strict internal policies, which are designed to manage any actual or potential conflicts of interest from harming the interests of investors.

Further information on the securities referred to herein may be obtained from IG Univer Capital upon request.

This report may not be reproduced, copied nor extracts taken from it, without the express written consent of IG Univer Capital.

For residents of the United States: IG Univer Capital is not registered as a broker or dealer with the SEC or NASD in the United States and the information may be distributed in the United States only to persons who by the acceptance hereof confirm that they are a major U.S. institutional investor as defined in Regulation 15a-16 of the Securities Exchange Act of 1934.

For residents of the United Kingdom and rest of Europe: IG Univer Capital is not registered with the FSA in the United Kingdom. Except as may be otherwise specified herein, this research report is communicated to persons who are qualified as market counterparties or intermediate customers (as defined in the FSA Rules) and is made available to such persons only. The information contained herein is not intended for, and should not be relied upon by, private customers (as defined in the FSA Rules). Copyright ©, IG Univer Capital, 2011