

# Монитор первичных размещений от 19 июля 2011 г.



Завершенные и текущие первичные сделки на рублевом  
долговом рынке

Выпуск	Объем, млрд руб. @ срок, лет	Доходность <sup>2</sup> срок, лет
ЛК Уралсиб БО-4	3,0	8,8% @ 1,5
Русфинанс Банк БО-1	4,0	7,3% @ 2
Новикомбанк БО-1	3,0	8,7% @ 2
СКБ Банк БО-6	2,0	8,7% @ 2
Газпромбанк БО-2	10,0	6,9% @ 3
ИНГ Банк (Евразия)	5,0	3M MosPrime + 75 б.п. @ 3
ММК БО-6	5,0	7,3% @ 3
РСХБ 12,13,14	20,0	7,8% @ 4
ФСК ЕЭС 19	20,0	8,1% @ 7
ФСК ЕЭС 13	10,0	8,7% @ 10
КБ Стройкредит БО-1, БО-2	2,0 @ 1	27 июл (ЗК)
<b>Абсолют Банк 5</b>	<b>1,8 @ 3</b>	<b>29 июл (ЗК)</b>
Глобэкс Банк БО-4, БО-6	5,0 @ 1	29 июл (ЗК)

<sup>1</sup> До погашения или ближайшей оферты; для выпуска ЛК Уралсиб  
БО-4 в силу амортизационной структуры указана дюрация

<sup>2</sup> на день размещения

(А) – аукцион по определению ставки купона

(ЗК) – закрытие книги

Размещение относительно первоначального диапазона доходности:  
ниже середины/выше середины/посередине

## В ВЫПУСКЕ

Абсолют Банк (–/ВаЗ/ВВ+): российские кредитные риски с  
западным оттенком

### Абсолют Банк 5 – инвестиционный вывод

Безусловно, при определении справедливой доходности облигаций Абсолют Банка одним из наиболее важных моментов является оценка фактора акционерной поддержки. С одной стороны, мы не склонны полагать, что материнская группа КВС готова допустить ухудшение финансового положения российской дочки до момента продажи, а гипотетические новые владельцы – сразу после сделки. С другой стороны, очевидно, что в течение 3-летнего периода до оферты по облигациям серии 05 возможны изменения в структуре акционеров банка, которые несколько ослабят его кредитный профиль с позиций держателей облигаций.

Из широкого спектра представителей банковского сектора на рублевом долговом рынке по масштабам и структуре бизнеса наиболее близким к Абсолют Банку мы считаем Кредит Европа Банк (–/ВаЗ/ВВ–). Выстроенная КЕБ в последние годы бизнес-модель более рентабельна – и вместе с тем менее рискованна, – чем у Абсолют Банка (если судить по динамике доли NPL и ряду других показателей; см. сравнительную таблицу в конце обзора). Операционная эффективность КЕБ также более высока (ощутимо более низкое соотношение «Расходы/Доходы»). Филиальная сеть КЕБ почти в 2 раза шире, чем у Абсолют Банка (данные РБК), при этом в финансировании своей деятельности обе организации в существенной степени полагаются на фондирование связанных сторон (отметим, что у КЕБ зависимость от него меньше).

Как следствие, при рассмотрении самостоятельных кредитных профилей на горизонте 3 лет премия между долговыми инструментами двух банков, по нашему мнению, не должна быть ниже 40–60 б.п. Мид-маркет по облигациям КЕБ БО-1 сегодня находится на отметке УТР 8,12% @ апрель 2014 г. (премия около 190 б.п. к ОФЗ 25076, УТМ 6,21% @ март 2014 г.). Таким образом, фундаментально доходность облигаций Абсолют Банк 5 выглядела бы для нас справедливой с премией в 230–250 б.п. к ОФЗ 25068 (УТМ 6,27% @ август 2014 г.), т. е. в диапазоне УТР 8,57–8,77%.

Вместе с тем объем предлагаемых инвесторам облигаций невелик (всего 1,8 млрд руб.), а рейтинговая комбинация Абсолют Банка в настоящее время – одна из наиболее сильных среди отечественных частных финансовых организаций. К тому же не исключен сценарий, при котором КВС останется контролирующим акционером банка на весь период до оферты в 2014 году или кредитный профиль нового собственника также будет отличаться высокой прочностью. С учетом данных факторов мы вполне готовы допустить, что книга по облигациям 05 будет закрыта по нижней границе диапазона доходности организаторов – или даже ниже ее.



## КОММЕНТАРИИ К РАЗМЕЩЕНИЮ

**Абсолют Банк 5**

Эмитент	ОАО «Абсолют Банк»
Рейтинги, S&P/Moody's/Fitch	–/Ba3/BB+
Объем, млрд руб.	1,8
Срок до оферты	3 года
Срок обращения	5 лет
Ориентир купона	8,25–8,75%
Ориентир доходности к оферте	8,42–8,94%

**Абсолют Банк: российские кредитные риски с западным оттенком**

*В среду 20 июля Абсолют Банк планирует открыть книгу по размещению облигаций серии 05 объемом 1,8 млрд руб. По 5-летним бумагам предусмотрена оферта через 3 года по номиналу, при этом ориентир ставки первых 6 полугодовых купонов в настоящее время составляет 8,25–8,75% годовых. Закрытие книги заявок запланировано на следующую пятницу, 29 июля.*

*До кризиса Абсолют Банк активно занимал на рублевом и валютном облигационных рынках; вместе с тем последний из инструментов публичного долга организации – выпуск еврооблигаций объемом 175 млн долл. – был погашен еще в марте 2010 г.*

**Вкратце о банке:** Абсолют Банк – универсальная кредитная организация, вошедшая по состоянию на 1 июня 2011 г. в ТОП-50 российских банков

по величине активов (107,5 млрд руб., 33-е место) и кредитного портфеля (74,7 млрд руб., 30-е место). Филиальная сеть банка охватывает крупнейшие города страны (Москва, Санкт-Петербург, Новосибирск, Екатеринбург, Нижний Новгород и т.д.). Вместе с тем, насколько мы понимаем, в настоящее время Абсолют продолжает оптимизировать структуру регионального присутствия, отказываясь от деятельности в части регионов с небольшим числом имеющихся точек продаж. В рейтинге РБК наиболее «филиальных» отечественных банков на начало июня 2011 г. Абсолют занимал 67-е место. Банку присвоены рейтинги двух международных агентств: «Ba3/негативный» от Moody's и «BB+/RW развивающийся» от Fitch.

Ниже мы приводим ключевые аспекты кредитного профиля банка, на которые нам хотелось бы обратить внимание инвесторов.

**Принадлежность KBC Group – чего ждать в ближайшие годы?** На сегодняшний день 99% акций Абсолют Банка принадлежат бельгийскому KBC Bank N.V. (A/Aa3/A) – 100%-ной дочке KBC Group N.V. (A-/A1/A), объединяющей финансовые активы объемом свыше 320 млрд евро в ряде стран Центральной и Восточной Европы (ключевые – Бельгия, Чехия, Словакия, Венгрия, Польша и Болгария). Опубликованные на прошлой неделе результаты тестирования европейских банков свидетельствуют о высокой степени защищенности KBC Bank от возможных убытков: в стресс-сценарии достаточность основного капитала 1-го уровня банка опустилась бы с 10,5% на конец 2010 г. до 10,0% (против обязательного порога в 5%).

Помимо участия в капитале российской организации, KBC Group также предоставляет банку существенный объем фондирования – на конец 2010 года почти 55% обязательств Абсолют Банка приходились на долю средств материнской компании и организаций под общим контролем. Добавим, что, по нашим оценкам, стоимость срочных кредитов и депозитов со стороны структур группы для Абсолют Банка в последние годы находилась в диапазоне 6,5–8,0% годовых.

Не следует забывать о том, что во 2-й половине 2009 г. KBC взяла на себя обязательство перед ЕС – в качестве ответной меры за оказанную группе поддержку – избавиться до 2013 года от ряда «непрофильных» активов для поддержания капитала, в том числе продать российское подразделение. Временные рамки данной продажи пока ясны не до конца (последний годовой отчет бельгийской группы указывает на ее намерение совершить сделку при «оптимальной ситуации на рынках»). Агентство Fitch ранее указывало, что изначальный дедлайн (2013 г.) может быть перенесен на срок до 3 лет – если группе не удастся найти привлекательные предложения. Также отсутствует какая-либо ясность относительно того, кто мог бы купить российский банк у KBC.

Вместе с тем очевидно, что процесс продажи потребует от Абсолют Банка существенного перепрофилирования деятельности, особенно в пассивной части баланса. В апрельском интервью РБК daily председатель правления организации Николай Сидоров заявлял о намерении банка сократить долю KBC в фондировании до 20–25% «в обозримом горизонте», прежде всего за счет «привлечения на российском рынке». Насколько мы понимаем, исходя из данной формулировки, нельзя исключать, что банк будет выходить на внутренний рынок долговых инструментов и после облигаций серии 05.

Также напомним, что в настоящее время рейтинг организации от Moody's на уровне «Ba3» по-прежнему включает 1 ступень за поддержку со стороны KBC, а агентство Fitch исходит в оценке кредитных рисков банка из рейтинга поддержки «3» («умеренная вероятность»). Таким образом, рейтинги Абсолют Банка должны быть пересмотрены в зависимости от того, каким образом произойдет смена его акционеров.

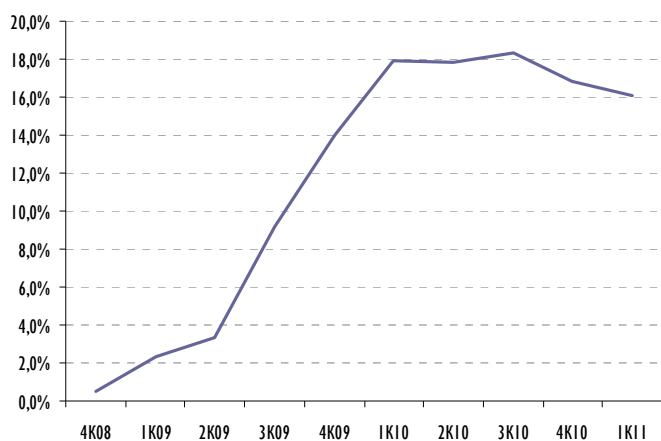
**Переосмысление бизнес-модели – в начале длинного пути.** В настоящее время (судя по отчетности за 2010 год по МСФО) бизнес Абсолют Банка примерно поровну поделен между корпоративным и розничным сегментами, с некоторым преобладанием последнего. Основными клиентами организации являются физические лица – представители «среднего класса» (заметим, что почти 95% розничного портфеля приходятся на ипотечные и автокредиты) – а также средние и крупные по величине компании. Принятая в июне 2010 года стратегия развития Абсолют Банка предполагает дополнительный акцент на сегменте малого и среднего бизнеса (МСБ) и предложение полного комплекса финансовых услуг своим частным клиентам. Банк также рассчитывает расширять спектр предлагаемых услуг для наращивания доли комиссионного дохода в выручке.



Мы позитивно относимся к данным инициативам Абсолют Банка, однако видим серьезные вызовы на пути претворения их в жизнь. В частности, экспансия в розничный сегмент, скорее всего, потребует от банка ощутимых инвестиций в развитие филиальной сети (пока, как мы понимаем, банк будет фокусироваться прежде всего на городах, в которых считает свои позиции наиболее сильными). Объемы ипотечного кредитования в стране – ключевого для банка продукта – пока не достигли докризисных уровней, чему во многом препятствуют относительно высокий уровень ставок (существенным преимуществом в данном отношении обладают госбанки). Продвижение в более маржинальный, но априори более рискованный сегмент МСБ сопряжено с необходимостью выстраивания отлаженной системы риск-менеджмента (см. следующий раздел).

**Качество активов – есть пространство для улучшения.** Отчетность Абсолют Банка по МСФО не содержит детальной информации относительно качества кредитного портфеля организации. Вместе с тем основные цифры содержатся в ежеквартальных материалах материнской KBC Group.

#### Доля NPL с просрочкой платежей более 90 дней в кредитном портфеле Абсолют Банка



Источник: Bloomberg

Так, на конец 1К11 доля NPL – кредитов с просрочкой платежей более 90 дней – составляла достаточно высокие по сравнению с другими отечественными банками 16,1%. Данный феномен во многом объясняется тем, что на протяжении последних 2 лет Абсолют почти не списывал проблемную задолженность с баланса и придерживался аккуратного подхода к выдаче новых кредитов, вследствие чего доля «старых плохих» долгов оставалась высокой. Добавим, что на 31 марта 2011 г. данные NPL на 61% покрывались сформированными под них резервами.

По заявлениям руководства банка, проблемы с качеством портфеля в течение 2009 года возникли во многом по причине его высокой [до кризиса] подверженности рискам сегментов строительства и автодилерства, степень которой впоследствии снижалась. Вместе с тем мы обращаем внимание на то, что на конец 2010 года (данные МСФО-отчетности) на долю

секторов недвижимости и строительства по-прежнему приходилось 32% валового корпоративного портфеля банка. Отдельно заметим, что на 31 декабря 2010 г. почти 28% валовых кредитов юридическим лицам приходилось на долю 10 крупнейших заемщиков (объем их нетто-задолженности составлял при этом 61% от капитала 1-го уровня банка).

**Ключевые финансовые показатели – когда же будет прибыль?** Финансовые результаты, демонстрируемые Абсолют Банком в отчетности по МСФО на протяжении последних нескольких лет, не выглядят сильными. Прежде всего, обращают на себя внимание ряд моментов:

- ▶ генерирование банком чистых убытков по итогам 2009–2010 гг. (в 2008 г. была минимальная прибыль);
- ▶ почти 2-кратная просадка величины чистого кредитного портфеля в 2008–2010 гг. (со 139 до 71 млрд руб. соответственно); за первые 5 месяцев 2011 г., по данным РСБУ, снижение составило еще 8,3%. Существенные изменения отраслевой структуры корпоративного портфеля в течение 2008–2010 гг. не наблюдались, доля кредитов физлицам в валовом портфеле выросла с 37,8% до 51,0%. Аккумулированный при этом банком к концу 2010 года портфель ценных бумаг не выглядит внушительным (5,6 млрд руб.).
- ▶ поддержание на балансе кажущегося излишним запаса приносящей небольшие доходы ликвидности – 25,5 млрд руб., или 23,3% совокупных активов – в денежных средствах и эквивалентах, а также средствах в банках на конец 2010 года.

Чистая процентная маржа Абсолют Банка на протяжении последних лет ужималась в рамках общерыночных тенденций: с 6,1% в 2008 г. до 4,3% по итогам 2010 г. Достаточность капитала банка находится на хорошем уровне – 13,8% для показателя 1-го уровня по Базелю на 31 декабря 2010 г.; вместе с тем стоит отметить, что, по нашим подсчетам, на конец 2010 г. непокрытая резервами часть NPL составляла ощутимые 39% от величины капитала 1-го уровня.

**Позиционирование выпуска.** Безусловно, при определении справедливой доходности облигаций Абсолют Банка одним из наиболее важных моментов является оценка фактора акционерной поддержки. С одной стороны, мы не склонны полагать, что материнская группа KBC готова допустить ухудшение финансового положения российской дочки до момента продажи, а гипотетические новые владельцы – сразу после сделки. С другой стороны, очевидно, что в течение 3-летнего периода до оферты по облигациям серии 05 возможны изменения в структуре акционеров Абсолют Банка, которые несколько ослабят его кредитный профиль с позиций держателей облигаций.

Из широкого спектра представителей банковского сектора на рублевом долговом рынке по масштабам и структуре бизнеса наиболее близким к Абсолют Банку мы считаем Кредит Европа Банк (–/ВаЗ/ВВ–). Выстроенная КЕБ в последние годы бизнес-модель более рентабельна – и вместе с тем менее рискованна, – чем у Абсолют

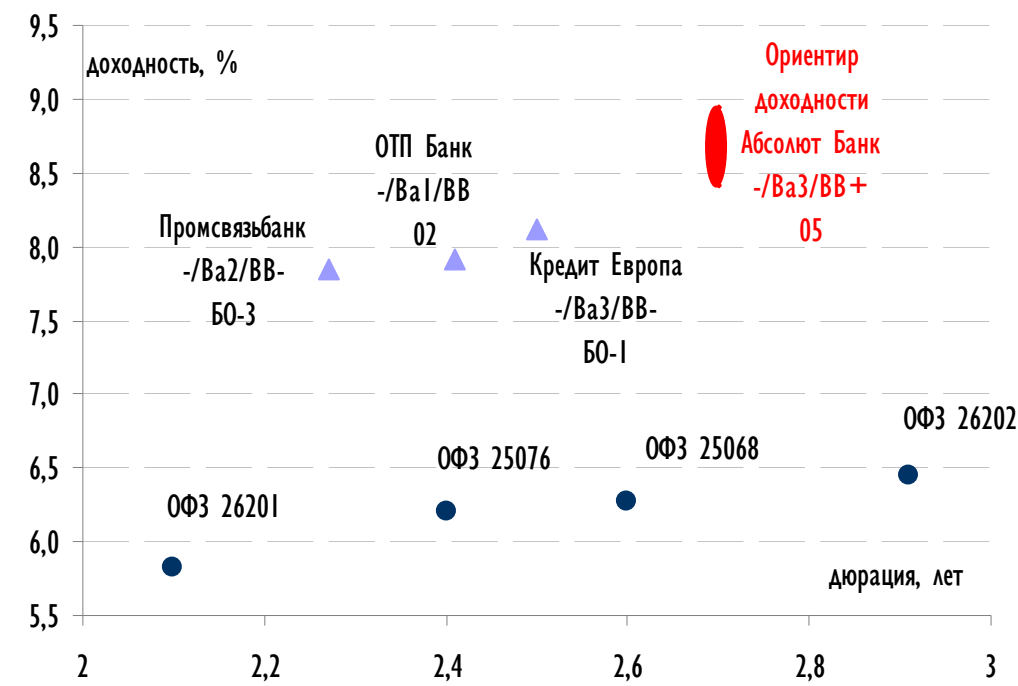


Банка (если судить по динамике доли NPL и ряду других показателей; см. сравнительную таблицу ниже). Операционная эффективность КЕБ также более высока (ощутимо более низкое соотношение «Расходы/Доходы»). Филиальная сеть КЕБ почти в 2 раза шире, чем у Абсолют Банка (данные РБК), при этом в финансировании своей деятельности обе организации в существенной степени полагаются на фондирование связанных сторон (отметим, что у КЕБ зависимость от него меньше).

Как следствие, при рассмотрении самостоятельных кредитных профилей на горизонте 3 лет премия между долговыми инструментами 2-х банков, по нашему мнению, не должна быть ниже 40–60 б.п. Мид-маркет по облигациям КЕБ БО-1 сегодня находится на отметке УТР 8,12% @ апрель 2014 г. (премия около 190 б.п. к ОФЗ 25076, УТМ 6,21% @ март 2014 г.). Таким образом, фундаментально доходность облигаций Абсолют Банк 5 выглядела бы для нас справедливой с премией в 230–250 б.п. к ОФЗ 25068 (УТМ 6,27% @ август 2014 г.), т. е. в диапазоне УТР 8,57–8,77%.

Вместе с тем объем предлагаемых инвесторам облигаций невелик (всего 1,8 млрд руб.), рейтинговая комбинация Абсолют Банка в настоящее время – одна из наиболее сильных среди отечественных частных финансовых организаций. К тому же не исключен сценарий, при котором КВС останется контролирующим акционером банка на весь период до оферты в 2014 году / кредитный профиль нового собственника будет отличаться высокой прочностью. С учетом данных факторов мы вполне готовы допустить, что книга по облигациям 05 будет закрыта по нижней границе диапазона доходности организаторов – или даже ниже ее.

Доходности выборочных выпусков рублевых облигаций эмитентов из финансового сектора, на 19 июля 2011 г.



Источник: Bloomberg



## Основные финансовые показатели Абсолют Банка и Кредит Европа Банка по МСФО за 2008–2010 гг., млрд руб.

	Абсолют Банк (–/Ва3/ВВ+)			Кредит Европа Банк (–/Ва3/ВВ–)
	2008	2009	2010	2010
<b>ОТЧЕТ О СОВОКУПНОМ ДОХОДЕ</b>				
Чистые процентные доходы	8,2	7,5	4,8	5,8
Чистые комиссионные доходы	0,4	0,4	0,6	0,9
Операционные расходы	(5,3)	(4,7)	(5,0)	(3,7)
Резервы под обесценение кредитов	(2,6)	(8,6)	(0,9)	(0,6)
Чистая прибыль (убыток)	0,4	(5,0)	(0,2)	2,6
<b>АКТИВЫ</b>				
Денежные средства и эквиваленты	17,9	10,5	14,9	12,7
Средства в банках	8,3	17,5	10,7	1,2
Ценные бумаги	0,3	4,7	5,6	8,4
Чистый кредитный портфель	139,0	90,9	70,7	60,5
Итого активов	172,4	130,0	109,4	84,9
<b>ОБЯЗАТЕЛЬСТВА И КАПИТАЛ</b>				
Средства других банков	100,7	55,1	48,8	16,0
Средства клиентов	34,2	47,7	37,9	31,6
Долговые бумаги в обращении	11,1	6,2	1,6	17,8
Субординированный долг	6,7	6,9	7,0	0,0
Капитал	17,6	13,3	13,0	14,6
<b>КЛЮЧЕВЫЕ КОЭФФИЦИЕНТЫ, %</b>				
Рентабельность капитала (ROAE)	3,3	-32,3	-1,5	19,2
Рентабельность активов (ROAA)	0,3	-3,3	-0,2	3,5
Чистая процентная маржа (NIM)	6,1	5,4	4,3	8,1
Расходы/Доходы (C/I)	61,7	53,6	87,6	48,6
Стоимость риска	2,2	7,0	0,9	1,2
Чистые кредиты/Депозиты	407,0	190,4	186,3	191,6
Фондирование связанных сторон, % от обязательств	60,3	49,5	54,5	34,5
NPL*	0,5	14,0	16,8	3,2
Резервы	3,0	12,0	13,5	3,7
NPL* за вычетом резервов под них, % от капитала I-го уровня	—	16,3	38,8	4,3
Чистая рискованная позиция на связанных сторонах, % от капитала I-го уровня	15,0	128,0	71,9	37,5
10 крупнейших заемщиков (нетто), % от капитала I-го уровня	72,3	94,5	60,6	—
Денежные средства и эквиваленты, % от активов	10,4	8,1	13,6	14,9
Достаточность капитала I-го уровня (Базель)	11,2	11,1	13,8	19,6
Совокупная достаточность капитала (Базель)	15,4	16,7	20,7	19,6

\* для Абсолют Банка использованы данные KBC Group

Источник: данные компании, расчеты Газпромбанка

Юрий Тулинов  
Yury.Tulinov@gazprombank.ru  
+7 (495) 983 18 00 (доб. 2 14 17)



## Газпромбанк

117420, г. Москва, ул. Наметкина, 16, стр. 1  
(Офис: ул. Новочеремушкинская, 63)

### Департамент анализа рыночной конъюнктуры

**Андрей Богданов**

начальник департамента

+7 (495) 988 23 44

Andrei.Bogdanov@gazprombank.ru

### Управление анализа фондового рынка

#### Стратегия на фондовом рынке

**Андрей Богданов**

**Анна Богдюкевич**

+7 (495) 983 18 00 доб. 54085

#### Металлургия

**Сергей Канин**

+7 (495) 988 24 06

#### Химическая промышленность

**Алексей Астапов**

+7 (495) 428 49 33

#### Технический анализ рынков и акций

**Владимир Кравчук, к. ф.-м. н**

+7 (495) 983 18 00 доб. 21479

#### Банковский сектор

**Андрей Клапко**

+7 (495) 983 18 00 доб. 21401

#### Макроэкономика

**Анна Богдюкевич**

+7 (495) 983 18 00 доб. 54085

#### Транспорт и машиностроение

**Алексей Астапов**

+7 (495) 428 49 33

#### Редакторская группа

**Татьяна Курносенко**

+7 (495) 983 18 00 доб. 54084

**Татьяна Андриевская**

+7 (495) 287 62 78

#### Нефть и газ

**Иван Хромушин**

+7 (495) 980 43 89

**Александр Назаров**

+7 (495) 980 43 81

#### Электроэнергетика

**Дмитрий Котаяров**

+7 (495) 913 78 26

#### Телекоммуникации и медиа

**Андрей Богданов**

+7 (495) 988 23 44

**Анна Курбатова**

+7 (495) 913 78 85

### Управление анализа инструментов с фиксированной доходностью

**Алексей Демкин, CFA**

начальник управления

+7 (495) 980 43 10

Alexey.Demkin@gazprombank.ru

### Кредитный анализ

**Яков Яковлев**

+7 (495) 988 24 92

**Юрий Тулинов**

+7 (495) 983 18 00 доб. 21417

### Департамент рынков фондового капитала

**Константин Шапшаров**

директор

+7 (495) 983 18 11

Konstantin.Shapsharov@gazprombank.ru

### Управление торговли и продаж инструментов фондового рынка

#### Продажи

**Мария Братчикова**

+7 (495) 988 24 03

**Артем Спасский**

+7 (495) 989 91 20

**Светлана Голодинкина**

+7 (495) 988 23 75

#### Трейдинг

**Денис Войничков**

+7 (495) 983 74 19

### Департамент инструментов долгового рынка

**Павел Исаев**

начальник департамента

+7 (495) 980 41 34

Pavel.Isaev@gazprombank.ru

### Управление рынков заемного капитала

**Игорь Ешков**

начальник управления

+7 (495) 913 74 44

### Управление торговли и продаж долговых инструментов

**Андрей Мионов**

начальник управления

+7 (495) 428 23 66

#### Продажи

**Илья Ремизов**

+7 (495) 988 23 73

**Дмитрий Кузнецов**

+7 (495) 428 49 80

**Вера Ярышкина**

+7 (495) 980 41 82

**Себастьян де Принсак**

+7 (495) 989 91 28

#### Трейдинг

**Елена Капица**

+7 (495) 983 18 80

**Дмитрий Рябчук**

+7 (495) 719 17 74

### Управление рынков фондового капитала

**Алексей Семенов, CFA**

директор

+7 (495) 989 91 34

### Управление электронной торговли

**Максим Малетин**

начальник управления

+7 (495) 983 18 59

+8 (800) 200 70 88

broker@gazprombank.ru

#### Продажи

**Александр Лежнин**

+7 (495) 988 23 74

**Никита Иванов**

+7 (495) 989 91 29

**Анна Нифанова**

+7 (495) 983 18 00 доб. 21455

#### Трейдинг

**Денис Филиппов**

+7 (495) 428 49 64

**Дамир Терентьев**

+7 (495) 983 18 89

**Тимур Зубайраев**

+7 (495) 913 78 57

#### Региональные продажи

**Александр Погодин**

+7 (495) 989 91 35

**Роберто Пеццименти**

+7 (495) 989 91 27

Copyright © 2003 – 2011. «Газпромбанк» (Открытое акционерное общество). Все права защищены

Данный отчет подготовлен аналитиками «Газпромбанка» (Открытого акционерного общества) (далее — ГПБ (ОАО)) на основе публичных источников, заслуживающих, на наш взгляд, доверия, однако проверка представленных в этих источниках данных нами не проводилась. За исключением информации, касающейся непосредственно ГПБ (ОАО), последний не несет ответственности за точность и полноту информации, содержащейся в отчете. Представленные в отчете мнения и суждения отражают только личную точку зрения аналитиков относительно описываемых событий и анализируемых ситуаций. Они не обязательно отражают мнение ГПБ (ОАО) и могут изменяться без предупреждения, в том числе в связи с появлением новых корпоративных и рыночных данных. ГПБ (ОАО) не обязан обновлять, изменять или дополнять данный отчет или уведомлять кого-либо об этом. Финансовые инструменты, упоминаемые в данном отчете, могут быть не подходящими инструментами инвестирования для определенных инвесторов. Отчет не может являться единственным основанием для принятия инвестиционных решений. Инвесторы должны принимать инвестиционные решения самостоятельно, привлекая для этих целей собственных независимых консультантов, если сочтут это необходимым, и руководствоваться интересами и задачами. Авторы не берут на себя ответственность за действия, предпринятые на основе изложенной в этом отчете информации.

Информация, содержащаяся в данном отчете или приложениях к нему, не является предложением об оказании услуг, не может рассматриваться как оферта, приглашение делать коммерческие предложения или реклама, если иное прямо не указано в настоящем отчете или приложениях к нему.