

Российские корпоративные облигации

Специальное обозрение

4 октября 2005 г.

ТуранАлем: первая звезда Востока

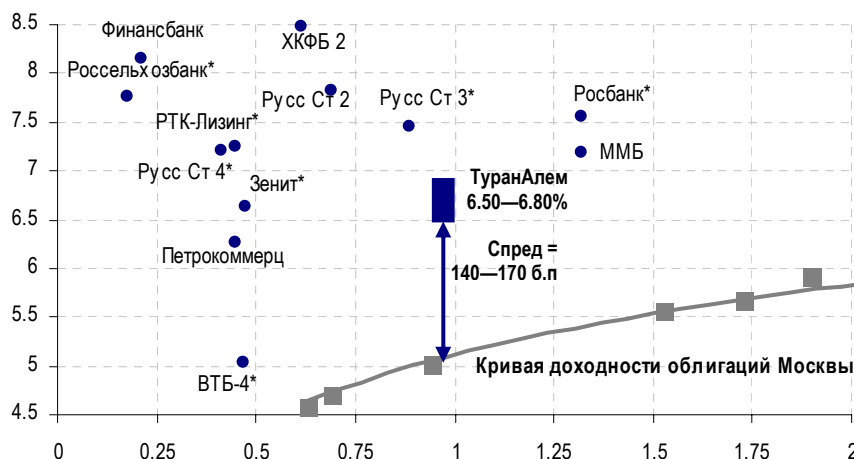
Краткое резюме

- Банк ТуранАлем (Казахстан) — один из немногих банков на территории СНГ, обладающих инвестиционным рейтингом (рейтинг валютных обязательств банка по версии Moody's на уровне Baa2 — аналогично Внешторгбанку).
- Казахстан — первая в СНГ страна, получившая инвестиционный рейтинг от Moody's и второй инвестиционный рейтинг от Standard&Poor's. В настоящее время рейтинги Казахстана находятся на уровне, эквивалентном уровням России по версии этих агентств.
- По размеру активов, капитала и кредитного портфеля ТуранАлем мог бы претендовать на место в ТОП-10 российских банковских рейтингах.
- В Казахстане ТуранАлем занимает одно из двух первых мест в банковских рейтингах по всем основным показателям деятельности по результатам 1-го полугодия 2005 г.
- По итогам первого полугодия 2005 г. по предварительным неаудированным данным активы банка составили 5,5 млрд долл., капитал — 448 млн долл., чистая прибыль — 66 млн долл. (здесь и далее — финансовая отчетность МСФО, переведенная в долл. США по рыночному курсу долл./каз. тенге).

«Справедливый» спред ТуранАлем к кривой облигаций Москвы составляет 140—170 б.п. «Справедливая» доходность облигаций ТуранАлем (с однолетней офертой), по нашим оценкам, составляет 6,50—6,80% год.

Оценка доходности облигаций ТуранАлем на 3 октября 2005 г., % год.

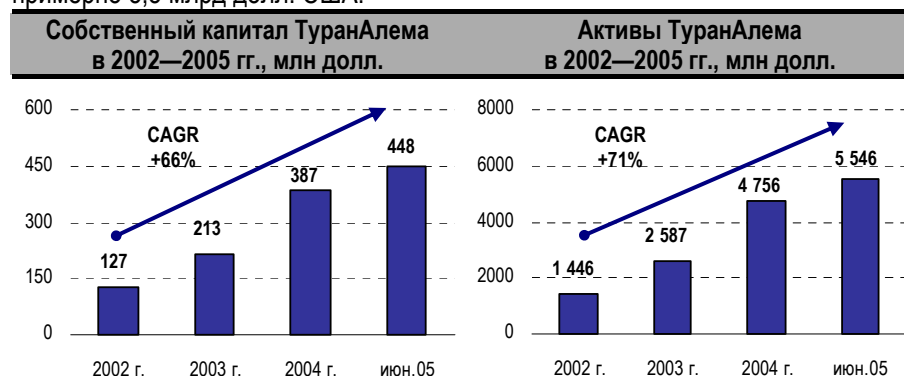
«Справедливый» спред облигаций
ТуранАлем к кривой облигаций
Москвы составляет 140—170 б.п.



Краткое описание Банка ТуранАлем

ТуранАлем — один из наиболее быстрорастущих финансовых институтов в СНГ. По состоянию на конец 1-го полугодия 2005 г. активы банка составляли примерно 5,5 млрд долл. США.

Темпы роста ТуранАлема значительно превосходят среднерыночные показатели Казахстана и России



Источник: аудированная финансовая отчетность ТуранАлема по МСФО за 2002—2004 гг., предварительная неаудированная отчетность по МСФО за 1-ое полугодие 2005 г., расчеты Райффайзенбанка

Акционеры

Акционерный капитал ТуранАлема состоит из обыкновенных (75,1% от УК) и конвертируемых привилегированных акций (24,9% от УК). При этом привилегированные акции могут быть конвертированы в обыкновенные по желанию держателей в любой момент до 31 декабря 2006 г.

Около 45% от УК капитала банка (около 58% обыкновенных акций) принадлежит группе казахстанских бизнесменов, которые также владеют предприятиями в нефтяной и хлопковой отраслях, в строительстве и торговле. По состоянию на конец 1-го полугодия 2005 г. менеджмент владеет пакетом обыкновенных акций банка в размере 14,3% от УК банка.

Большая часть привилегированных акций — у иностранных акционеров

Большая часть конвертируемых привилегированных акций (КПА) выкуплена крупными иностранными финансовыми организациями. Около 44% КПА принадлежит Raiffeisen Zentralbank Oesterreich AG, 11,7% — FMO, EBRD и IFC владеют 10% КПА каждый.

Кредитная история

ТуранАлем хорошо известен на еврооблигационных рынках

ТуранАлем — новый эмитент рублевого облигационного рынка, но хорошо известный на международных рынках (как на еврооблигационном, так и на рынке синдицированных кредитов). За последние 3 года ТуранАлем разместил 4 еврооблигационных выпуска общим номиналом 1,45 млрд долл. США.

Обращающиеся еврооблигационные займы ТуранАлема

Бумага	Валюта	Объем эмиссии, млн	Дата размещения	Срок, лет	Дюрация на 3 октября 2005 г., лет	Доходность на 3 октября 2005 г., % год.	Спред к US Treasuries на 3 октября 2005 г., б.п.
ТуранАлем 07	Долл. США	100	05/2002	5	1,5	5,15	101
ТуранАлем 10	Долл. США	600	06/2003	7	3,8	6,67	241
ТуранАлем 14	Долл. США	400	03/2004	10	6,1	7,50	316
ТуранАлем 15	Долл. США	350	02/2005	10	6,4	7,62	326

Источник: Bloomberg, ТуранАлем

Впрочем, хотя ТуранАлем впервые выходит на рублевый облигационный рынок, банк хорошо знаком инвесторам рублевого вексельного рынка. ТуранАлем выпустил 3 серии рублевых векселей (в 2004 г. и в начале 2005 г.) общим номиналом около 7 млрд руб.

Краткое описание банковского рынка Казахстана

Казахстан первым на пространстве СНГ получил инвестиционный рейтинг

Высокий темп структурных реформ, проводимых в Казахстане, обусловил первенство Республики в глазах международных рейтинговых агентств. В сентябре 2002 г. Казахстан первым из стран СНГ получил инвестиционный рейтинг агентства Moody's (на уровне Baa3).

В мае 2004 г. инвестиционный рейтинг был также присвоен агентством Standard&Poor's (на уровне BBB-). Таким образом, Казахстан стал первой страной СНГ, получившей два инвестиционных рейтинга.

На сегодняшний день рейтинги России и Казахстана находятся на одинаковом (инвестиционном) уровне по версии агентств Standard&Poor's и Moody's.

Агентство	Казахстан	Россия
Moody's	Baa3	Baa3
Standard&Poor's	BBB—	BBB—
Fitch ratings	BBB—	BBB

Источник: кредитные рейтинги агентств по суверенным долговым обязательствам

Казахстан — небольшая страна...

Казахстан — небольшая страна по сравнению с Россией по абсолютному размеру ВВП и банковской системы.

Показатель	Казахстан (в 2004 г.)	Россия (в 2004 г.)
ВВП (млрд долл.)	40,8	582,4
Активы банк. системы (млрд долл.)	19,8	240,1
Отношение активов банк. системы к ВВП (%)	48,5%	41,2%
Отношение ссудного портфеля к ВВП (%)	32,7%	21,9%
Отношение депозитов к ВВП (%)	29,0%	24,7%
Отношение собственного капитала к ВВП (%)	6,3%	5,8%

Источник: World Bank, Национальный Банк Казахстана, информационное агентство «Интерфакс»

...но первая в СНГ по темпам проведения банковских реформ

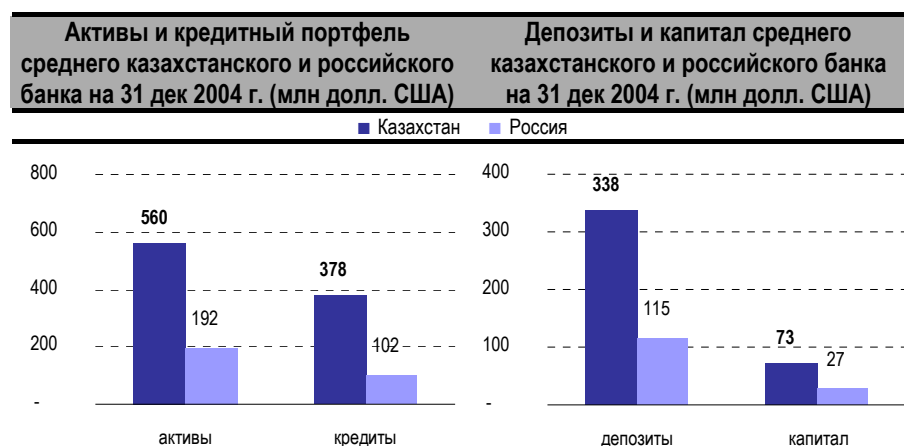
Тем не менее, Казахстан, первым из всех стран СНГ, начал проводить банковскую реформу. Основной целью этой реформы являлось постепенная ликвидация банков с недостаточным капиталом, не соблюдающих пруденциальные нормы Национального Банка.

Основным результатом проводимых реформ стало появление крупных частных казахстанских банков и открытие большого количества дочерних иностранных банков. В процессе реформы общее количество банков сократилось с почти 200 в 1994 г. до 35 к концу 2004 года. 14 из 34 существующих банков — банки с иностранным капиталом.

Казахстанские банки крупнее российских

При несравнимых объемах ВВП, средний казахстанский банк превосходит средний российский банк по объему основных показателей как минимум в несколько раз.

Активы среднего казахстанского банка превосходят 0,5 млрд долл. США, а средний кредитный портфель составляет почти 400 млн долл.

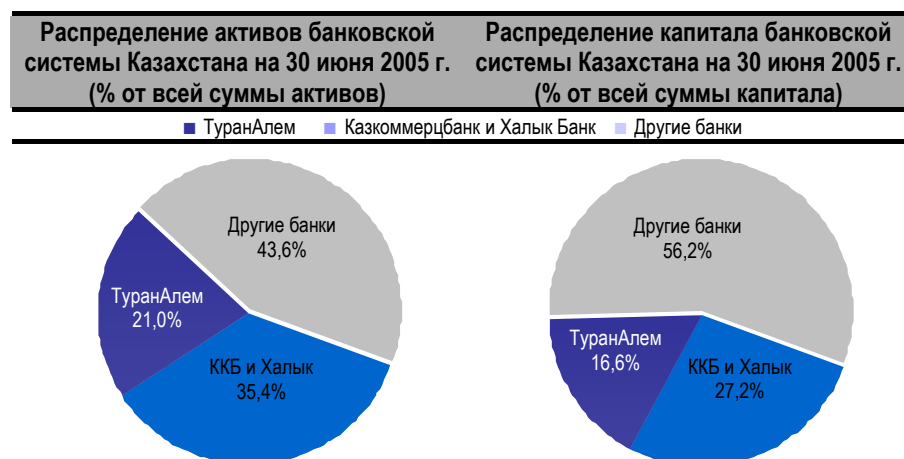


Источник: World Bank, Национальный Банк Казахстана, информационное агентство «Интерфакс», расчеты Райффайзенбанка

В Казахстане всего 3 доминирующих частных банка

Как следствие проводимой реформы, крупнейшие частные банки страны смогли сконцентрировать достаточные ресурсы для успешной конкуренции с иностранными банками. В Казахстане на сегодняшний день существует 3 доминирующих частных банка (ТуранАлем, Казкоммерцбанк и Халык Банк). По состоянию на конец 1-го полугодия 2005 г. эти банки контролировали 56% банковских активов и 44% капитала банковской системы.

Активы и капитал 3-ех крупнейших казахстанских банков позволили бы им претендовать на место в ТОП-10 российского банковского рейтинга



Источник: ТуранАлем, расчеты Райффайзенбанка

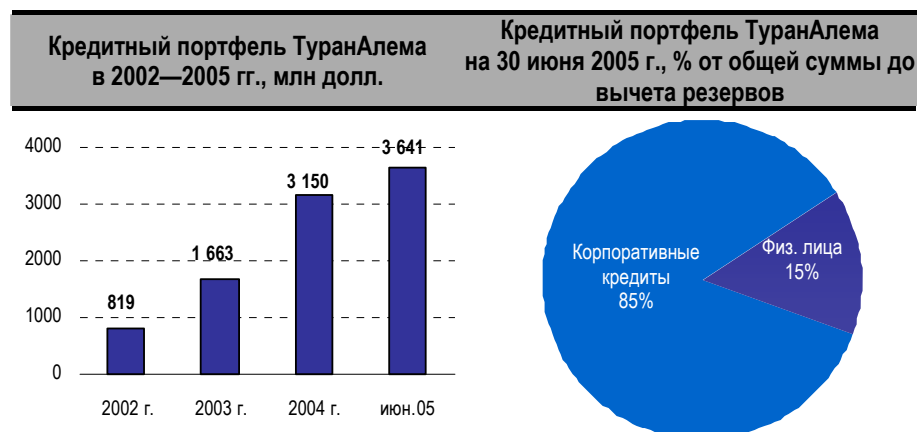
В 2003 г. все казахстанские банки выпустили отчетность, подготовленную по МСФО. По мнению рейтинговых агентств, пруденциальная система банковского контроля Казахстана является наиболее развитой среди всех стран СНГ. Небольшие недостатки этой системы быстро исправляются надзорными органами.

Финансовое состояние Банка ТуранАлем

Кредитный портфель

Кредитный портфель банка за период 2003—2004 гг. более чем утроился. При этом портфель кредитов физическим лицам и корпоративным клиентам растет примерно с одинаковой скоростью (в отличие от России, где намного более активными темпами развивается кредитование физических лиц).

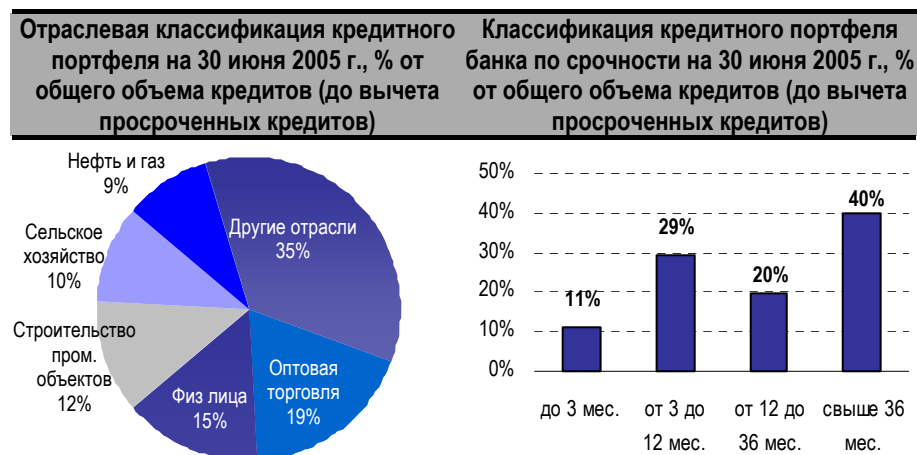
Кредитный портфель демонстрирует темпы роста, значительно опережающие среднеотраслевые



Источник: аудированная финансовая отчетность ТуранАлема по МСФО за 2002—2004 гг., предварительная неаудированная отчетность по МСФО за 1-ое полугодие 2005 г., расчеты Райффайзенбанка

Около 60% кредитного портфеля банка имеет срок до погашения более 1 года, что в целом соответствует средним значениям банковской системы Казахстана и структуре пассивов ТуранАлема.

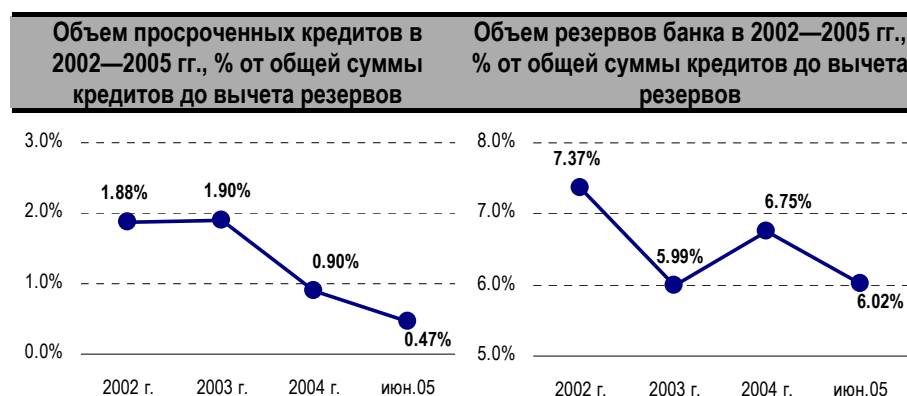
Кредитный портфель ТуранАлема хорошо диверсифицирован по отраслям



Источник: аудированная финансовая отчетность ТуранАлема по МСФО за 2002—2004 гг., предварительная неаудированная отчетность по МСФО за 1-ое полугодие 2005 г., расчеты Райффайзенбанка

Методики резервирования ТуранАлема соответствуют международным стандартам. Объем просроченных кредитов на 30 июня 2005 г. составлял 0,5% от общего объема кредитного портфеля (0,9% на конец 2004 г.).

Резервы банка заметно выше
объема просроченных ссуд...



Источник: аудированная финансовая отчетность ТуранАлема по МСФО за 2002—2004 гг., предварительная неаудированная отчетность по МСФО за 1-ое полугодие 2005 г., расчеты Райффайзенбанка

...а также сомнительных и
безнадежных ссуд по
классификации МСФО

ТуранАлем использует стандартную классификацию МСФО для определения качества ссудной задолженности. Согласно этой классификации, общая сумма сомнительных и безнадежных ссуд составляла 3,6% от общего объема кредитного портфеля до вычета резервов на конец 1-го полугодия 2005 г. При этом объем резервов составлял 6,02% от общей суммы кредитов до вычета резервов, т.е. значительно перекрывал объем сомнительных и безнадежных ссуд.

Риск на топ-10 заемщиков — всего
15% от общего объема
предоставленных кредитов

Кредитный портфель банка хорошо диверсифицирован по группам заемщиков — по состоянию на 30 июня 2005 г. общая сумма риска на 10 крупнейших заемщиков составляла 14,99% от общего объема предоставленных кредитов (16,44% на конец 2004 г.).

Ссудный портфель банка обеспечен различными залогами. Банк использует следующую классификацию стоимости залогового обеспечения.

Тип залогового обеспечения	Сумма кредита / залоговая стоимость (%)
Денежные средства	100%
Гарантии финансовых институтов	100%
Государственные ценные бумаги	100%
Недвижимость	30—50%
Товары народного потребления	30—50%
Основные средства	30—50%
Акции	До 30%

Источник: ТуранАлем

По состоянию на конец 1-го полугодия 2005 г. 97,4% кредитного портфеля банка обеспечено различными залогами.

Портфель ценных бумаг

Ценные бумаги —
значительная часть активов...

Значительную долю активов банка составляют ценные бумаги — по состоянию на конец 1-го полугодия 2005 г. рыночная стоимость торгового портфеля ТуранАлема составляла 983 млн долл. (около 17,7% от общей суммы активов). Кроме того, около 3,5% активов было размещено в инвестиционный портфель ценных бумаг.

...при этом большая часть этих
бумаг — хорошего кредитного
качества

При этом большая часть ценных бумаг в портфеле ТуранАлема (около 75% от общего объема торгового и инвестиционного портфеля) — долговые обязательства международных финансовых организаций с высоким кредитным

рейтингом.

Около 22% от стоимости позиции — суверенные бумаги республики Казахстан (также обладающей инвестиционным рейтингом) и ноты Национального Банка Казахстана. Доля бумаг с более высоким кредитным риском (корпоративные и муниципальные облигации), а также акций составляли всего 3% от общего объема торговой и инвестиционной позиции.

Прочие активы

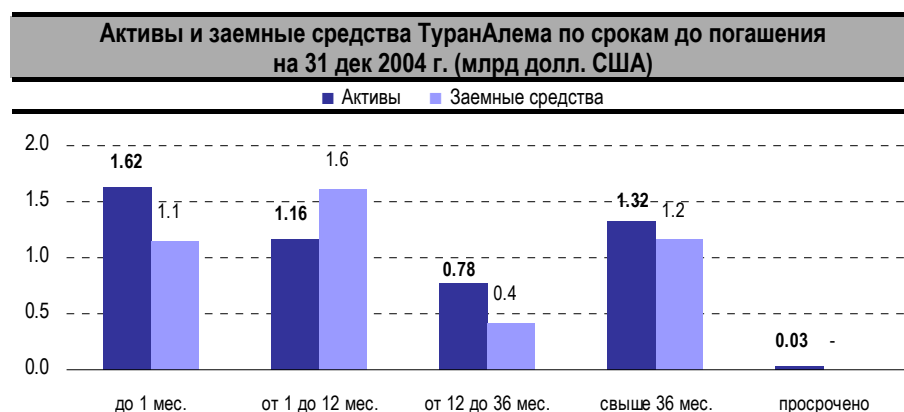
Большая часть прочих активов — денежные средства

Доля прочих активов (помимо кредитного портфеля и ценных бумаг) в общем объеме активов банка составляла 13% от общей суммы активов по состоянию на конец 1-го полугодия 2005 г. Большая часть этих средств (71% от всей суммы прочих активов) представляла собой денежные средства и их эквиваленты.

Структура пассивов

Структура пассивов банка по срокам до погашения сбалансирована с временной структурой активов.

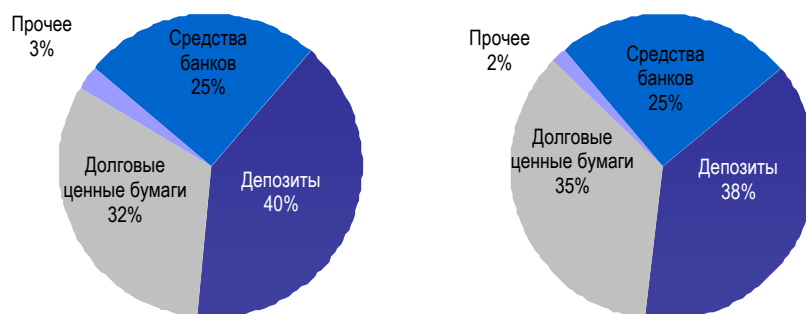
Структура активов и пассивов банка сбалансирована по срокам



Источник: финансовая отчетность ТуранАлема по МСФО, расчеты Райффайзенбанка

Основа базы фондирования банка — долгосрочные облигационные займы, синдицированные кредиты, срочные депозиты физических и текущие депозиты юридических лиц.

Структура заемных средств ТуранАлема на 31 дек. 2004 г., % от общего объема заемных средств **Структура заемных средств ТуранАлема на 30 июня 2005 г., % от общего объема заемных средств**



Источник: аудированная финансовая отчетность ТуранАлема по МСФО за 2002—2004 гг., предварительная неаудированная отчетность по МСФО за 1-ое полугодие 2005 г., расчеты Райффайзенбанка

**Синдицированные кредиты —
значительный источник ресурсов
банка**

Около 71% средств банков, полученных ТуранАлемом на 30 июня 2005 г. — синдицированные и двухсторонние кредиты международных банков. Внутренний межбанковский рынок в Казахстане не является сколько-нибудь значительным источником средств для ТуранАлема

Доля депозитов в общей структуре заемных средств банка остается стабильной (около 40% от общей суммы обязательств банка) на протяжении нескольких последних лет, несмотря на высокую активность ТуранАлема на рынках капитала.

**Весь портфель еврооблигаций —
средне- и долгосрочный**

Облигации, выпущенные банком — средне- и долгосрочные инструменты привлечения средств (срок погашения этих обязательств: 2007-2014 гг.). Процентные ставки по еврооблигациям варьируются в пределах 7,875—10,00% год.

Собственный капитал

**Собственный капитал
укрепляется за счет собственной
прибыли и доп. эмиссий**

Собственный капитал укрепляется как за счет прибыли, полностью остающейся в распоряжении банка, так и за счет выпуска дополнительных эмиссий акций (которые выкупались существующими акционерами).

Банк не выплачивает дивидендов, за исключением обязательного дивиденда на привилегированные конвертируемые акции (в размере 10,25% год. от номинала).

Собственный капитал банка по состоянию на конец первого полугодия 2005 г. составлял 448 млн долл. США, увеличившись с начала года на 16%.

**Коэффициенты достаточности
капитала — заметно выше
минимально возможных значений**

По состоянию на конец 2004 г. коэффициент достаточности капитала банка, рассчитанный согласно методике Национального Банка Казахстана, превышал нормативный минимум, установленный на уровне 12%.

При этом коэффициент достаточности капитала, рассчитанный в соответствии с Базельским Соглашением, значительно превышает минимальный уровень 8%, рекомендованный Базельским Комитетом.

Достаточность собственного капитала банка, согласно стандартам МСФО, в 2002—2005 гг.

Коэффициент достаточности капитала 31 дек. 2002 г. 31 дек. 2003 г. 31 дек. 2004 г. 30 июня 2005 г.

Капитал 1-го уровня	8,53%	8,42%	8,10%	10,78%
Капитал 1-го и 2-го уровня	15,92%	15,14%	14,61%	14,99%

Источник: финансовая отчетность ТуранАлема по МСФО

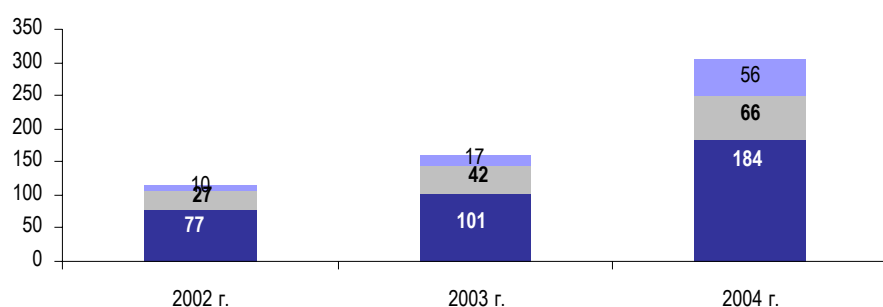
Рентабельность операций

Доходы банка растут, несмотря на снижение процентных ставок в Казахстане и СНГ в целом. В 2004 г. чистый доход банка (до вычета резервов и операционных расходов) вырос на 90% по сравнению с 2003 г.

Основные источники доходов банка в 2002—2004 гг. (млн долл. США)

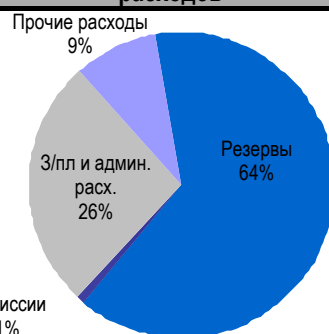
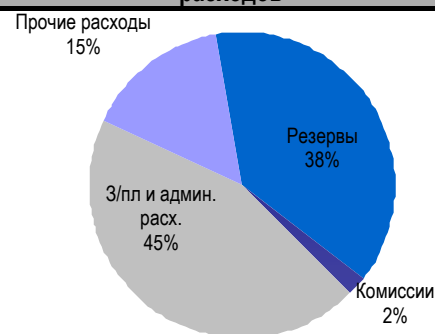
■ Чист. процентный доход ■ Чист. комиссионный доход ■ Доход от курсовых разниц

Чистый доход банка в 1-ом полугодии 2005 г. вырос по сравнению с 1-ым полугодием 2004 г. на 46%



Источник: Аудированная финансовая отчетность ТуранАлема по МСФО, расчеты Райффайзенбанка

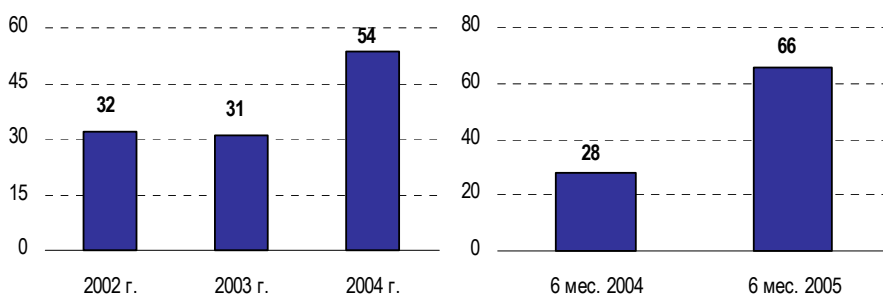
Увеличение расходов на резервирование в 2004 г. негативно сказалось на размере прибыли банка. Тем не менее, чистая прибыль банка в 2004 г. выросла на 70%.

Структура непроцентных расходов ТуранАлема в 2004 г., % от общей суммы непроцентных расходов

Структура непроцентных расходов ТуранАлема в 1-ом полугодии 2005 г., % от общей суммы непроцентных расходов


Расходы на создание кредитных резервов — основная статья непроцентных затрат банка в 2004 г.

Источник: аудированная финансовая отчетность ТуранАлема по МСФО за 2002—2004 гг., предварительная неаудированная отчетность по МСФО за 1-ое полугодие 2005 г., расчеты Райффайзенбанка

Чистая прибыль ТуранАлема в 1-ом полугодии 2005 г. выросла в 2,4 раза по сравнению с 1-ым полугодием 2004 г. — как за счет роста объема операций, так и за счет уменьшения суммы отчислений на резервирование.

Чистая прибыль ТуранАлема в 2002—2004 гг. (млн долл.)
Чистая прибыль ТуранАлема в 1-ом полугодии 2004—2005 гг. (млн долл.)


По итогам 1-го полугодия 2005 г. рентабельность капитала превысила 30%

Источник: аудированная финансовая отчетность ТуранАлема по МСФО за 2002—2004 гг., предварительная неаудированная отчетность по МСФО за 1-ое полугодие 2005 г., расчеты Райффайзенбанка

Оценка справедливой доходности

Для получения «справедливой» оценки доходности предстоящего займа мы сравниваем кредитное качество ТуранАлема с кредитным качеством обращающихся на рынке облигационных выпусков российских банков — Внешторгбанка и Международного Московского Банка (ММБ).

Кредитный рейтинг валютных облигаций ТуранАлема по версии агентства Moody's эквивалентен Baa2 (на два уровня выше спекулятивного) и равен рейтингу Внешторгбанка. Рейтинги ТуранАлема по версии агентств Standard&Poor's и Fitch ratings: BB— и BB, соответственно, равны рейтингам ММБ.

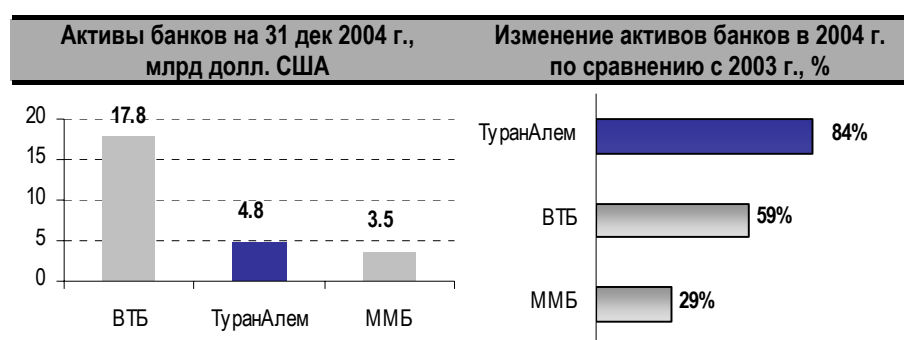
Рейтинги сравниваемых банков по состоянию на 22 сентября 2005 г.

Эмитент	Moody's	Standard&Poor's	Fitch
ТуранАлем	Baa2	BB—	BB
Внешторгбанк	Baa2	BB+	BBB
Международный Московский Банк	—	BB—	BB

Источник: долгосрочные рейтинги долговых инструментов в иностранной валюте

Внешторгбанк является, безусловно, крупнейшим банком из сравниваемых, однако ТуранАлем заметно превосходит банки по темпам роста активов.

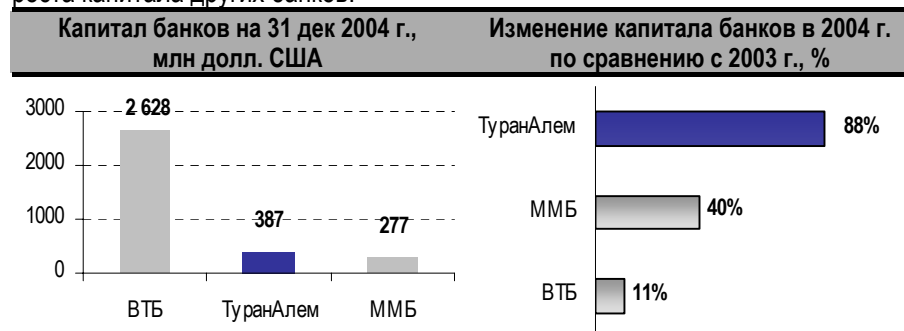
Темп роста активов ТуранАлема
в 1-ом полугодии 2005 г.
составил 17%



Источник: финансовая отчетность банков по МСФО

Собственный капитал ТуранАлема по итогам 2004 г. превосходит капитал ММБ почти на 40%, хотя заметно уступает ВТБ. Темп роста капитала банка практически идентичен темпам роста активов и заметно превосходит темп роста капитала других банков.

Темп роста капитала ТуранАлема
в 1-ом полугодии 2005 г.
составил 16%

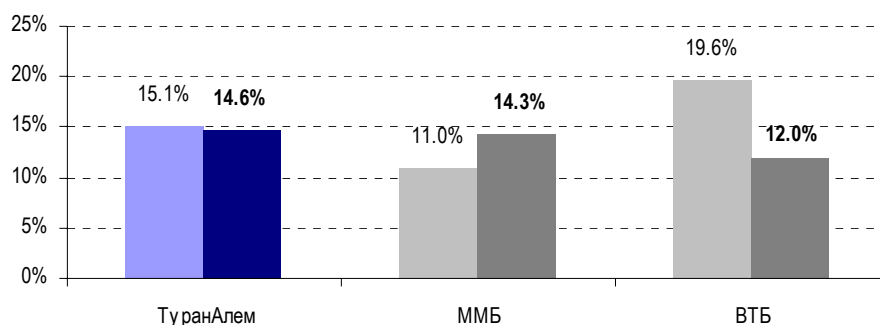


Источник: финансовая отчетность банков по МСФО

Показатель достаточности капитала по МСФО ТуранАлема (14,6%) значительно превышает рекомендованный Базельским Комитетом (8%) и коэффициенты других банков из сравниваемой группы.

Достаточность капитала банков по стандартам МСФО на конец 2003—2004 гг.

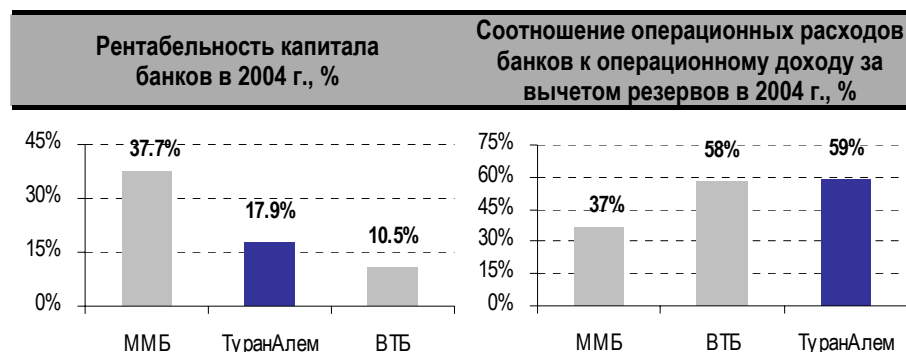
Показатель достаточности капитала ТуранАлема по состоянию на конец 1-го полугодия 2005 г. составил 14,99%



Источник: финансовая отчетность банков по МСФО

Рентабельность капитала ММБ в 2004 г. была значительно выше как ВТБ, так и ТуранАлема за счет сравнительно меньшего объема капитальной базы ММБ. Впрочем, ММБ также опережает другие банки по показателям операционной эффективности — соотношение операционных расходов банка и операционных доходов за вычетом резервов в 2004 г. составило всего 37% — значительно ниже ВТБ и ТуранАлема.

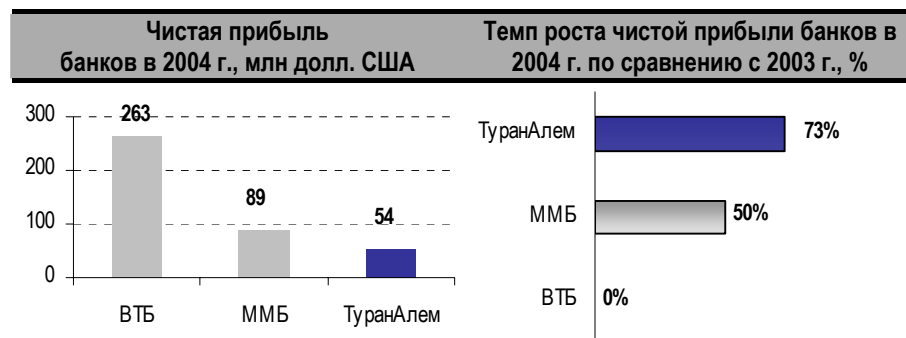
Соотношение расходов и доходов банка (правый график) ТуранАлема в 2004 г. составило 59% по сравнению с 67% в 2003 г., а в первом полугодии 2005 г. — 46%



Источник: финансовая отчетность банков по МСФО

Чистая прибыль ТуранАлема в 2004 г. составила 54 млн долл. — ниже ВТБ и ММБ в основном за счет сравнительно больших расходов на создание резервов. Тем не менее, темпы роста чистой прибыли ТуранАлема были значительно выше других банков за тот же период. При этом чистая прибыль ТуранАлема за 1-ое полугодие 2005 г. составила 66 млн долл. — больше, чем за весь предыдущий год.

Чистая прибыль ТуранАлема в 1-ом полугодии 2005 г. составила 66 млн долл. США



Источник: финансовая отчетность банков по МСФО

На наш взгляд, кредитное качество ТуранАлема по совокупности финансовых показателей в целом эквивалентно кредитному качеству ММБ. В силу сравнительно небольшого объема займа ММБ, выпуск обладает невысокой ликвидностью. При этом, очевидно, бумаги ТуранАлема должны быть оценены с учетом дисконта за сравнительно большую ликвидность, который мы оцениваем в 10—20 б.п. Иначе говоря, «справедливый» спред к Москве составляет 140—170 б.п.

Доходность рублевых корпоративных облигаций на 3 октября 2005 г.				
Облигация	Объем эмиссии, млн руб.	Остающаяся дюрация до погашения / оферты, мес.	Доходность до погашения / оферты, % год	Спред к кривой облигаций Москвы за посл. неделю, б.п.
ВТБ 4	5 000	6	5,02%	47—69
ММБ 1	1 000	16	7,19%	162—179

Источник: Reuters, оценки Райффайзенбанка

Учитывая короткую дюрацию выпуска, размер премии ТуранАлем к ВТБ должен составить до 75 б.п., т.е. «справедливый» спред к Москве составляет 130—150 б.п.

Наша оценка «справедливого» спреда бумаг ТуранАлема к кривой облигаций Москвы составляет 140—170 б.п. «Справедливая» доходность рублевых облигаций ТуранАлем 1 по текущим ставкам составляет 6,50—6,80% год.

Описание облигационного займа

Основные характеристики облигационного займа	
Эмитент	ООО «ТуранАлем Финанс»
Поручитель	АО «Банк ТуранАлем» (Казахстан)
Номинал выпуска	3 000 млн руб.
Организаторы	ЗАО «Райффайзенбанк Австрия» ООО «Атон»
Предполагаемая дата размещения	11 октября 2005 г.
Срок до погашения	4 года
Срок до оферты	1 год
Купонный период	182 дня
Использование средств	Финансирование кредитных операций на территории России и диверсификация ресурсной базы АО «Банк ТуранАлем»



Райффайзенбанк Австрия

Адрес	129090, Москва, ул. Троицкая, 17/1
Телефон	721-28-46
Факс	721-99-01

Организация выпуска и размещения корпоративных облигаций

Член правления, начальник управления корпоративного финансирования и инвестиционно-банковских операций

Павел Гурин	pgourine@raiffeisen.ru
-------------	--

Начальник отдела корпоративного финансирования и инвестиционно-банковских операций

Роман Зильбер	rzilber@raiffeisen.ru
---------------	--

Группа структурирования

Никита Патрахин	npatrakhin@raiffeisen.ru
Олег Корнилов	okornilov@raiffeisen.ru
Дмитрий Степанов	dstepanov@raiffeisen.ru

Операции на рынке корпоративных облигаций

Продажи

Наталья Пекшева	npekcheva@raiffeisen.ru
Александр Тен	aten@raiffeisen.ru

Торговые операции

Александр Лосев	alosev@raiffeisen.ru
-----------------	--

Аналитика

Олег Гордиенко	ogordienko@raiffeisen.ru
----------------	--

ВАЖНАЯ ИНФОРМАЦИЯ. Предлагаемый Вашему вниманию информационно—аналитический бюллетень ЗАО «Райффайзенбанк Австрия» (Райффайзенбанк) предназначен для клиентов Райффайзенбанка. Информация, представленная в бюллетене, получена Райффайзенбанком из открытых источников, которые рассматриваются банком как надежные. Райффайзенбанк не имеет возможности провести должную проверку всей такой информации и не несет ответственности за точность и полноту представленной информации. При принятии инвестиционных решений, инвестор не должен полагаться исключительно на мнения, изложенные в настоящем бюллетене, но должен провести собственный анализ финансового положения эмитента облигаций и всех рисков, связанных с инвестированием в ценные бумаги. Райффайзенбанк не несет ответственности за последствия использования содержащихся в настоящем отчете мнений и/или информации.