

# Рублевые корпоративные облигации

29 мая 2007 г.

Ежедневное обозрение

## ГЛАВНОЕ

- АвтоВАЗ: риски и перспективы автопрома: » *стр. 3*
- Атомстройэкспорт: комментарий к размещению » *стр. 4*
- Пермэнерго: хорошие региональные сети » *стр. 6*

## Индикаторы

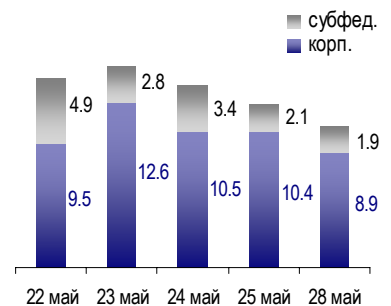
Долларов США за Евро	1.3452	+ 0.1 %
Рублей за доллар США	25.9160	+ 0.0 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 70.45	- 1.1 %
Москва-39, дох. % год.	6.38%	- 4 б.п.
Россия-30, дох. % год.	5.78%	- 0 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	88	- 1 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	427.4	- 28.2
Остатки на д/с, млрд руб.	1176.0	- 25.7
Сальдо операций с ЦБ	+ 47.8	

## ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

### ЗАВТРА

- Размещение выпуска Металлсервис-1 (1.5 млрд руб., оферта через 1 год)

## Объем торгов на ММВБ

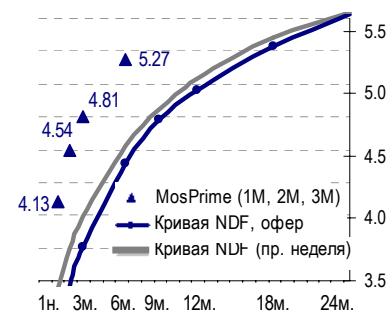


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

## КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

- 29 мая Размещение Автоваз-4 (5 млрд руб., 2-летняя оферта)  
 Размещение Атомстройэкспорт-Финанс-1 (1.5 млрд руб., оферта через 2 года)  
 Размещение Свободный сокол-3 (1.2 млрд руб., оферта через 1.5 года)  
 Размещение Пермэнерго-1 (1 млрд руб., оферта через 3 года)  
 Размещение Сталепромышленная компания-1 (1 млрд руб., 1.5-годовая оферта)
- 30 мая Размещение ДельтаКредит-2 (2 млрд руб., 3 года, плавающая купонная ставка)  
 Размещение Банк Жилищного Финансирования-2 (1.35 млрд руб., 1 год)

## MosPrime и кривая NDF



## Лидеры роста

### 1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
РСХБ-3	100.99	+ 19	2.5	*7.05%
РСХБ-2	102.90	+ 10	3.3	7.14%
АИЖК-8	102.50	+ 6	4.9	*7.31%

### 2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Кокс-2	101.25	+ 50	2.5	*8.35%
Белон-2	101.00	+ 10	2.0	*8.93%
МОИА-1	102.20	+ 10	2.5	8.28%

## Лидеры падения

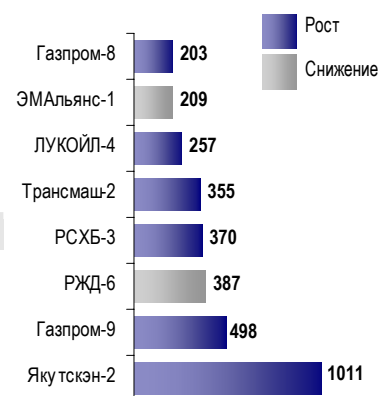
### 1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Мосэнерго-2	101.81	- 19	4.0	*7.32%
РЖД-6	101.86	- 11	3.1	6.85%
ЛУКОЙЛ-3	100.52	- 8	3.8	7.08%

### 2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Иркут-3	104.00	- 30	2.9	7.48%
УЭМ-1	100.41	- 20	2.5	*8.24%
СибирьТел-7	102.20	- 19	1.9	7.57%

## Лидеры по оборотам



Лидеры по оборотам за день, млн руб.

\*к оферте

## Рекомендации

Выпуск	Дата рекомендации	Рекомендация	Текущая цена, %	Ориентир по цене, %	Текущая доходность, %	Дюрация, лет	Текущий спред, б.п.	Справедливый спред, б.п.	Потенциал изменения спреда, б.п.
<b>Трубные компании</b>									
ТМК-2	05/09	Держать	100.70	100.30	7.30	1.72	155	180	↔
ТМК-3	05/09	Держать	100.65	100.65	7.12	0.71	177	180	↔
ОМК	10/04	Покупать	101.85	102.00	7.45	0.98	196	180	↓ 15
ЧТПЗ	17/04	Держать	102.20	102.30	7.43	0.99	193	180	↔
<b>Белон: «фиксировать прибыль» на росте долговой нагрузки выше 3х</b>									
Белон-1	20/09	Фиксировать прибыль	100.60	100.05	8.96	1.81	318	350	↑ 30
<b>МОЭСК: «фиксировать прибыль», ориентир по спреду: 180 б.п. к ОФЗ</b>									
МОЭСК-1	17/10	Фиксировать прибыль	101.50	101.05	7.77	3.65	167	180	↑ 15
<b>ТАИФ: «фиксировать прибыль» в связи с ожиданием увеличения долга</b>									
ТАИФ-1	09/01	Фиксировать прибыль	99.80	99.95-100.10	8.75	1.23	315	290-300	↔
<b>Мосэнерго: второй выпуск заметно переоценен по отношению к Мосэнерго-1 и облигациям Газпрома</b>									
Мосэнерго-1	19/04	Держать	101.10	101.25	7.13	2.13	128	120	↔
Мосэнерго-2	19/04	Фиксировать прибыль	101.90	101.70	7.30	4.01	116	120	↑ 5
<b>Башкирэнерго: привлекательная премия к генерирующим компаниям</b>									
Башкирэнерго-3	18/01	Купить и держать	100.95	-	7.96	1.68	221	210-230	↔
<b>Сибур: премия Сибура к Мосэнерго-1 не должна превышать 10 б.п.</b>									
Сибур-1	15/02	Покупать	100.65	101.20	7.54	2.27	166	140	↓ 25
<b>Куйбышеввазот: ослабление финансовых результатов за 9М2006 и существенный рост долговой нагрузки</b>									
Куйбышеввазот-2	29/01	Фиксировать прибыль	100.50	99.85	8.82	3.23	278	300	↑ 20
<b>Аптеки 36.6: крайне агрессивная финансовая политика</b>									
Аптеки 36.6	22/02	Фиксировать прибыль	101.80	100.35-100.55	9.66	1.03	414	540-560	↑ 125-145
<b>УРСА Банк: не рекомендуем увеличивать позиции в связи с предстоящим увеличением предложения долга эмитента</b>									
Сивакадем-3	07/03	Фиксировать прибыль	102.00	-	8.68	1.81	290	-	↑
Сивакадем-5	07/03	Фиксировать прибыль	104.90	-	8.87	3.65	277	-	↑
<b>Пятерочка: рекомендуем «покупать» на фоне позитивных новостей о планируемой допэмиссии</b>									
Пятерочка-1	30/03	Покупать	109.25	109.75	8.04	2.60	209	190	↓ 20
Пятерочка-2	30/03	Покупать	104.20	104.70	8.07	3.00	207	190	↓ 15
<b>НКНХ: «фиксировать прибыль» в связи с ожиданием увеличения долга</b>									
НКНХ-4	02/04	Фиксировать прибыль	104.30	103.35-103.65	7.57	1.71	182	220-240	↑
<b>ЮТК: несмотря на повышение рейтинга «справедливая», премия к сильнейшим МРК Связьинвеста должна составлять 40-60 б.п.</b>									
ЮТК-4	06/04	Фиксировать прибыль	103.75	103.15-103.40	7.50	1.38	185	210-230	↑ 25-45

## АвтоВАЗ: риски и перспективы автопрома

**Основные риски связаны со снижением спроса на продукцию**

Сегодня состоится размещение 4го выпуска облигаций АвтоВАЗа (5 млрд руб., оферта через 2 года). К сильным сторонам кредитного профиля компании мы относим высокие текущие финансовые результаты, низкую долговую нагрузку и значительную степень поддержки от структур, близких к государству. В кратко- и среднесрочной перспективе мы положительно относимся к кредитному качеству компании. Однако мы также отмечаем существенные бизнес-риски, связанные со снижением спроса на продукцию компании. Пока они не оказывают прямого влияния на кредитное качество компании, но в перспективе 5 лет стать более существенными для АвтоВАЗа.

**Ориентир организатора адекватен кредитному риску до оферты**

Ориентир организатора по доходности облигаций АвтоВАЗа составляет 8.35-8.55% УТР (спред к ОФЗ: 255-275 б.п.). По нашему мнению, это вполне достаточная премия за кредитный риск АвтоВАЗа на период обращения бумаги до оферты. В связи с этим мы ожидаем значительного спроса на сегодняшнем размещении.

### Финансовые результаты АвтоВАЗа по РСБУ (млрд руб.)

Период	Выручка	ЕБИТДА	Рентабельность по ЕБИТДА	Валовый долг	Долг/ЕБИТДА, Раз	ЕБИТДА / Проценты, раз
2005	132.5	11.4	8.6%	23.9	2.1x	5.3x
2006	152.4	15.8	10.4%	23.0	1.5x	8.0x
1кв2007	28.4	3.3	11.6%	23.0	--	--

Источник: данные компании, оценки Райффайзенбанка

**Компания показала неплохие финансовые результаты за 2006 год...**

Финансовые результаты АвтоВАЗа за 2006 г. можно оценить весьма положительно:

- выручка выросла на 15% при опережающем росте рентабельности;
- по показателям рентабельности АвтоВАЗ в 2006 г. догнал лидеров – Северсталь-авто и группу ГАЗ;
- долговая нагрузка снизилась до вполне консервативных 1.5x Долг/ЕБИТДА, что представляется нам более чем комфортным уровнем.

**... однако отчетность за 1кв2007 фиксирует негативные тенденции**

Однако в результатах 1кв2007 отражены существенные негативные финансовые тенденции:

- снижение выручки на 13% по сравнению с 1кв2006;
- рост запасов готовой продукции (более чем в 3 раза к среднему уровню за 2006 г.);
- существенный рост дебиторской задолженности автодилеров.

В сумме все эти признаки могут свидетельствовать о том, что конкуренция с иностранными автопроизводителями начинает оказывать негативное влияние на спрос на продукцию АвтоВАЗа. Однако пока сложно рассуждать о том, сколь существенным окажется это влияние и в какие сроки оно способно ослабить финансовые показатели АвтоВАЗа.

**Главная задача – удержание позиций в сегменте бюджетных автомобилей**

Для преодоления сложившейся ситуации АвтоВАЗ предпринимает пока недостаточно радикальные шаги: на днях было заявлено о планируемом снятии с производства вазовской «классики» в течение ближайших 3 лет и ее замене на модельный ряд Kalina. По нашему мнению, основной задачей для компании на ближайшие годы будет удержание сильных позиций в бюджетной категории автомобилей, т.к. конкурировать с иностранцами в сегменте машин стоимостью выше \$10-15 тыс ВАЗ вряд ли будет способен.

**Кредитный риск напрямую зависит от господдержки**

Помимо финансовых аргументов на кредитный профиль АвтоВАЗа существенное влияние оказывает фактор политической поддержки: завод де-факто находится под управлением команды Рособоронэкспорта, т.е. входит в сферу влияния государства. Мы полагаем, что в течение ближайших лет финансовая поддержка для обслуживания обязательств АвтоВАЗу вряд ли понадобится. Однако если такая ситуация возникнет, то вероятность получения помощи со стороны государства мы оцениваем как весьма высокую.

*Господдержка – преимущество АвтоВАЗа по сравнению с другими автопроизводителями*

Для оценки «справедливой» доходности прямое сравнение АвтоВАЗа с ГАЗом и Северсталь-авто является не совсем адекватным, т.к. политические факторы в случае АвтоВАЗа имеют существенно большее влияние на кредитное качество. В любом случае, ориентир по доходности бумаг АвтоВАЗа представляется вполне реалистичным и даже предлагает некоторую премию к доходностям частных автомобилестроителей.

Поскольку риск АвтоВАЗа является в значительной мере политическим, мы считаем его во многом схожим с эмитентами из электроэнергетической отрасли:

- высокая потребность в инвестициях, значительная степень износа и «морального устаревания» основных фондов;
- в худшем сценарии – существенная вероятность финансовой поддержки от государства например в виде льготных кредитов государственных финансовых институтов или финансирование за счет средств Банка Развития.

Исходя из такого сравнения, мы также считаем ориентир по доходности бумаг АвтоВАЗа вполне привлекательным и ожидаем, что размещение пройдет по доходности существенно ниже предварительного ориентира.

### **Атомстройэкспорт: комментарий к размещению**

*Ориентир организатора: 8.2-8.6% УТР*

Сегодня состоится размещение дебютного займа компании Атомстройэкспорт (1.5 млрд руб., oferta через 2 года), выполняющей функции генподрядчика по строительству АЭС по межправительственным соглашениям. Деятельность компании характеризуется специфическими рисками, связанными с особенностями финансирования проектов по строительству и реконструкции АЭС. С учетом высокой вероятности финансовой поддержки Атомстройэкспорта со стороны государства, ориентир организатора по доходности облигаций (8.2-8.6% УТР) выглядит достаточно привлекательно.

*Дебютный выпуск компании-оператора по сооружению АЭС за рубежом*

Атомстройэкспорт является держателем контрактов Российской Федерации на строительство АЭС за рубежом. Компания выполняет в основном координирующие функции на всех этапах строительства – от подготовки проектной документации и размещения субподрядных заказов до сдачи объектов и урегулирования возможных споров по оплате. Финансовый профиль Атомстройэкспорта типичен для строительной организации-генподрядчика, не обладающей значительными основными средствами: более 80% активов приходится на различные формы дебиторской задолженности. Соответственно, денежные потоки сильно зависят от графика поступления финансирования со стороны заказчиков.

*Финансовые потоки подвержены политическим рискам*

За последние 3 года Атомстройэкспорт реализовывал одновременно 5 проектов по строительству энергоблоков на 3 АЭС – в Китае, Индии и Иране. При этом в 2006 году около 88% от совокупной выручки компании обеспечили всего два крупнейших проекта – АЭС Куданкулам в Индии (52%) и АЭС Бушер в Иране (36%). Как показывает ситуация с иранским проектом, межгосударственный характер договоров в атомной энергетике необязательно гарантирует своевременную оплату. По сообщениям прессы, проект строительства АЭС в Бушере сталкивается с серьезными проблемами финансирования, которые обусловлены главным образом политическими причинами.

*Механизм оплаты индивидуален для каждого проекта*

Пропорция между целевым финансированием работ и оплатой по фактическому выполнению определяется индивидуально для каждого контракта, и по всей видимости, может быть пересмотрена по экономическим или политическим причинам. Кроме того, существуют постоянные затраты на поддержание материальной базы, которые компания вряд ли может варьировать в зависимости от поступления денежных средств от заказчика.

*Высокая долговая нагрузка обусловлена неравномерной оплатой контрактов*

Таким образом, у компании часто возникает потребность в привлечении финансирования кассовых разрывов, которая обычно покрывается краткосрочными банковскими кредитами. Это приводит к довольно высокому уровню долговой нагрузки: около 5.3x Долг/ЕБИТДА по итогам 2006г. Даже в случае, если компании удастся в 2007 г. выйти на запланированный уровень выручки в 18 млрд руб., мы не ожидаем снижения долговой нагрузки ниже 4x Долг/ЕБИТДА.

### Финансовые результаты Атомстройэкспорта по РСБУ (млрд руб.)

Период	Выручка	ЕБИТДА	Рентабельность по ЕБИТДА	Финансовый долг*	Финансовый долг/ЕБИТДА, Раз	ЕБИТДА / Проценты, Раз
2005	8 871	1 074	12.1	3 978	3.7	1.7
2006	11 938	1 590	13.3	8 371	5.3	2.2

\* - без учета полученных средств целевого финансирования проектов, отражаемых в балансе по ст. «Прочие долгосрочные обязательства»

Источник: данные компании, оценки Райффайзенбанка

**Условия контрактов определяются на межгосударственном уровне**

Мы подчеркиваем, что показатель Долг/ЕБИТДА не в полной мере характеризует кредитное качество компании, т.к. реальный уровень долговой нагрузки зависит от условий крупных контрактов, которые согласуются на межгосударственном уровне. Ключевым риском Атомстройэкспорта является, по нашему мнению, изменение существенных условий контрактов по политическим причинам.

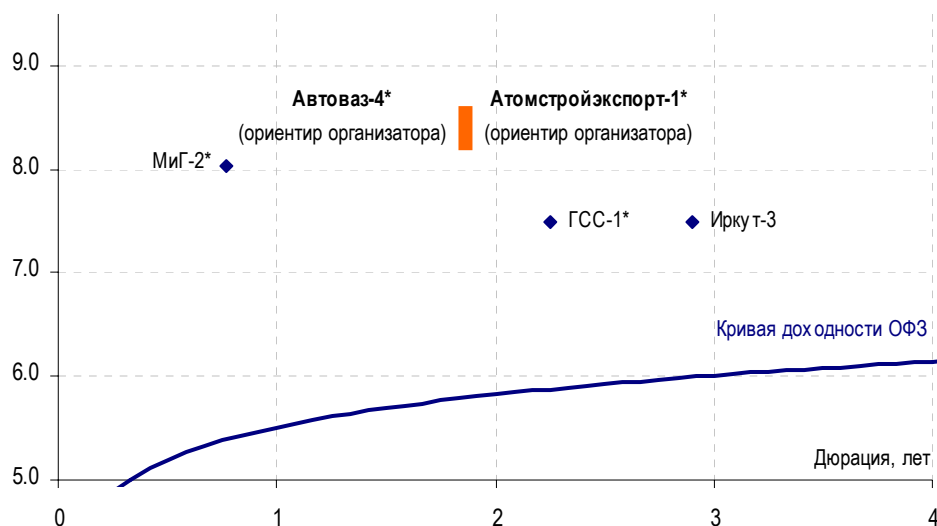
**Вероятность господдержки – очень высокая**

Мы считаем, что фактор политической и финансовой поддержки со стороны государства полностью определяет кредитный профиль Атомстройэкспорта. На сегодняшний день вероятность такой поддержки мы считаем очень высокой, т.к. компания представляет стратегические интересы государства в атомной отрасли. Контрольный пакет акций принадлежит государству через структуры Росатома – ФГУП ВПО «Зарубежатомэнергострой» и ОАО «ТВЭЛ».

**Реформа отрасли может затронуть Атомстройэкспорт**

Весьма вероятно, что в ближайшие годы российской атомной промышленности предстоит пройти через реформу, целью которой станет объединение стратегических активов в атомной энергетике и машиностроении. Одним из вариантов является создание государственного ОАО «Росатомпром», способного занять значительную долю на мировом рынке производства и обогащения урана. Мы полагаем, что роль специализированного субхолдинга по строительству и обслуживанию АЭС, вероятнее всего, будет отдана Атомстройэкспорту.

### Доходность облигаций на 28 мая



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

**Доходность бумаг  
учитывает основные  
риски компании и фактор  
господдержки**

По нашему мнению, в силу отраслевой специфики Атомстройэкспорт может рассчитывать на финансовую поддержку со стороны государства в большей степени, чем другие компании «стратегического назначения» (МиГ, ГСС, Иркут). Высокая вероятность господдержки, с нашей точки зрения, компенсирует основные слабости кредитного профиля компании – высокую концентрацию бизнес-рисков, неопределенность относительно планов реформирования отрасли и возможный рост долговой нагрузки. Премия дебютного выпуска облигаций Атомстройэкспорта, исходя из ориентира организатора по доходности (8.2-8.6% УТР), составит около 240-280 б.п. к ОФЗ, что выглядит привлекательно на фоне бумаг других госкомпаний.

Мы полагаем, что поддержку котировкам облигаций компаний могли бы оказать такие факторы как позитивный исход переговоров по иранскому проекту или заключение новых контрактов (в т.ч. на внутреннем рынке). Однако мы осторожно оцениваем потенциал сужения спредов, т.к. в атомной отрасли события кредитного характера в значительной степени зависят от политических факторов.

### **Пермэнерго: хорошие региональные сети**

**Сильное кредитное  
качество.**

Сегодня на долговом рынке дебютирует еще одна распределительная сетевая компания – Пермэнерго (1 млрд руб., оферта через 3 года). Мы позитивно оцениваем кредитный профиль компании по следующим критериям: работа в промышленно развитом регионе, низкая зависимость от собираемости платы за подключение и относительно невысокая потребность в привлечении заемных средств на ближайшие 4 года.

**Выпуск интересен по  
доходности от 8.30%**

Ориентир организатора по доходности (УТР: 8.99%, спред к ОФЗ: около 300 б.п.) содержит существенную премию как к обращающимся выпускам РСК, так и к «справедливому» уровню доходности. В связи с этим мы ожидаем, что на аукционе доходность сложится на существенно более низком уровне. Мы рекомендуем участвовать в сегодняшнем размещении по доходности до 8.30%.

Пермэнерго (ПЭ) – сетевая компания, обслуживающая распределительные сети в Пермском крае. По масштабам деятельности (объем отпуска энергии) ПЭ на 50% меньше Ленэнерго и почти в 3.5 раза меньше МОЭСК. В отличие от Ленэнерго и МОЭСК, которые останутся самостоятельными компаниями, план реформирования РСК предполагает включение Пермэнерго в состав МРСК Урала и Волги, однако сроки этого события пока не определены.

В качестве важного позитивного фактора для деятельности ПЭ мы отмечаем высокую степень развития промышленности в регионе. Для сетевой компании это означает с одной, что основная часть полезного отпуска энергии (около 75%) происходит из сетей высокого напряжения по более низким тарифам. Однако при такой структуре потребления электроэнергии уровень потерь в сетях существенно снижается, а соответственно, уменьшаются затраты компании на компенсацию сверхнормативных потерь.

**Новое сетевое  
строительство будет  
обеспечено спросом**

Пермская энергосистема с точки зрения установленной мощности электростанций является избыточной из-за значительного производства на ГЭС. Однако в части узлов системы, где идет бурное развитие промышленности и активное жилищное строительство существует потребность в расширении сетевого комплекса ПЭ. С точки зрения бизнеса сетевой компании это означает, что новое строительство будет обеспечено спросом как в части подключения к сетям, так и в части сбора тарифа на отпуск энергии.

Основные финансовые результаты ПЭ за 2006 год:

- Выручка: 7.3 млрд руб.;
- EBITDA: 1.2 млрд руб. (маржа EBITDA: 16.3%);
- Долг (на 31.03.2007: 0.5 млрд руб.), Долг/EBITDA: 0.4x.

**Главный финансовый плюс – невысокая потребность в инвестициях**

Главным позитивным кредитным фактором для ПЭ является относительно небольшой размер инвестиционной программы: 16.3 млрд руб. до 2015 года (для сравнения: инвестпрограмма Ленэнерго составляет около 130 млрд руб. до 2010 года). Соответственно, потребности ПЭ в привлечении нового долга будут весьма и весьма скромными.

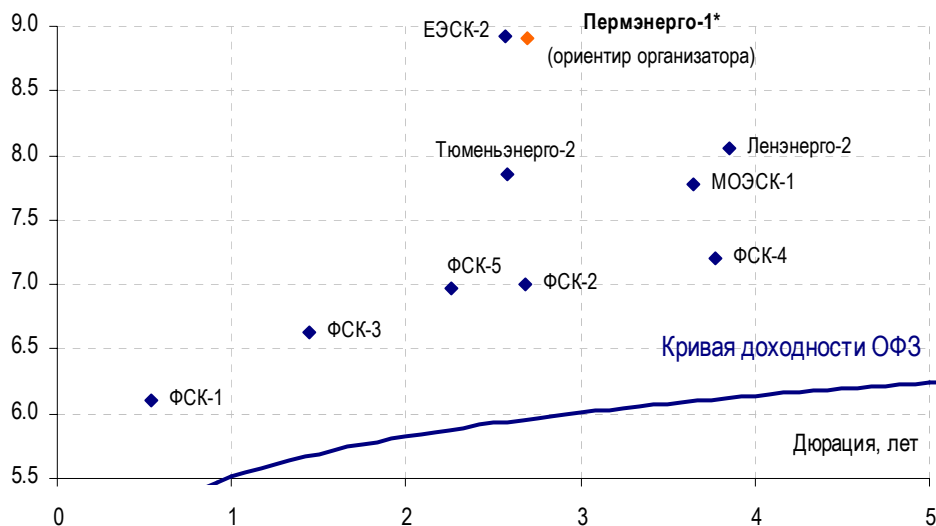
**Рост долговой нагрузки не будет существенным**

В качестве дополнительного позитивного момента мы выделяем относительно невысокую зависимость компании от платы за подключение: на нее приходится не более 25% в составе источников финансирования инвестпрограммы. Основная часть инвестиций будет финансироваться за счет тарифных источников, т.е. по сути – за счет операционных денежных потоков. Суммарный объем потребностей в привлечении долга на ближайшие 4 года мы оцениваем не более, чем в 4 млрд руб., соответственно, уровень долговой нагрузки компании не должен выйти за рамки 3х Долг/ЕБИТДА.

**Бумаги Пермэнерго будут одним из самых интересных сетевых выпусков**

Таким образом, по финансовым характеристикам ПЭ во многом опережает Ленэнерго и сопоставима с МОЭСК и Тюменьэнерго. Мы оцениваем «справедливый» спред Пермэнерго в 220-240 б.п. к ОФЗ, что соответствует доходности в 8.20-8.40%. На наш взгляд, если сегодняшнее размещение пройдет в этом диапазоне, то бумаги ПЭ будут одними из самых привлекательных среди сетевых компаний по соотношению «риск/доходность».

### Доходность облигаций на 28 мая



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

## ЗАО «Райффайзенбанк Австрия»

---

Адрес	119071, Ленинский пр-т, д. 15А
Телефон	(+7 495) 721 9900
Факс	(+7 495) 721 9901

### **Аналитика**

Максим Раскоснов	mrascosnov@raiffeisen.ru	(+7 495) 981 2893
Михаил Никитин	mnikitin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9934
Алексей Чекушин	achekushin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9900

## Операции на рынке корпоративных облигаций

---

### **Начальник Казначейства**

Сергей Пчелинцев	spchelintsev@raiffeisen.ru	(+7 495) 775 5243
------------------	----------------------------	-------------------

### **Продажи**

Наталья Пекшева	npekшева@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 3609
Андрей Бойко	aboiko@raiffeisen.ru	(+7 495) 775 5231

### **Торговые операции**

Александр Лосев	alosev@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9976
Дмитрий Акулов	dakulov@raiffeisen.ru	(+7 495) 981 2857

## Организация выпуска и размещения корпоративных облигаций

---

### **Начальник Управления корпоративного финансирования и инвестиционно-банковских операций**

Никита Патрахин	npatrahin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2834
-----------------	-------------------------	-------------------

### **Выпуск облигаций**

Олег Гордиенко	ogordienko@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2845
Олег Корнилов	okornilov@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2835
Екатерина Михалевич	emikhalevich@raiffeisen.ru	(+7 495) 775 5297
Дмитрий Румянцев	droumiantsev@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2817
Анастасия Байкова	abaikova@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9114

ВАЖНАЯ ИНФОРМАЦИЯ. Предлагаемый Вашему вниманию ежедневный 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.