

Ежедневный обзор долговых рынков от 17 сентября 2010 г.



Ключевые индикаторы

	Значение закрытия		Изменение, %		
			День	месяц	к нач. года
Валютный рынок					
EUR/USD	1,308	▲	0,5%	2,0%	-8,7%
USD/RUR	31,16	▲	0,6%	2,1%	3,7%
Корзина валют/RUR	35,58	▲	1,2%	3,5%	-1,0%
Денежный рынок					
Корсчета, млрд руб.	591,4	▲	143,4	109,2	-242,7
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	649,8	▼	-36,5	-26,6	209,5
MOSPRIME о/п	2,7	▼	-0,2	0,0	-1,7
3М-MOSPRIME	3,8	▲	0,0	0,0	-3,3
3М-LIBOR	0,29	▼	0,0	0,0	0,0
Долговой рынок					
UST-2	0,48	▼	0,0	0,0	-0,7
UST-10	2,76	▲	0,0	0,2	-1,1
Russia 30	4,43	▲	0,0	0,1	-1,0
Russia 5Y CDS	164	▲	3,3	4,6	-21,2
EMBI+	273	▼	-6	1,0	-1
EMBI+ Russia	218	▼	-1	-4,0	30
Москва-48	7,93	▼	-0,03	0,3	н/д
Газпром-11	7,11	▲	0,01	0,0	-1,9
Газпром-13	5,87	▲	0,05	-0,2	-3,0
Товарный рынок					
Urals, долл./барр.	78,01	▼	-0,9%	5,9%	1,7%
Brent, долл./барр.	78,11	▼	-0,9%	4,7%	1,2%
Фондовый рынок					
ТС	1 464	▼	-1,4%	1,3%	1,3%
Dow Jones	10 595	▲	0,2%	3,2%	1,6%
Nikkei	9 603	▲	1,0%	2,6%	-8,9%

Источник: Bloomberg

РОССИЙСКИЙ ДОЛГОВОЙ РЫНОК ВКРАТЦЕ

► **Рынок российских евробондов.** Вчера настроения на российском рынке еврооблигаций немного изменились в худшую сторону на фоне некоторой слабости мировых фондовых рынков и меньшего аппетита инвесторов к риску. Котировки Russia 30 просели примерно на 1/4 п. п. до 118,375%, спред по пятилетним CDS на Россию расширился до 165 б. п. (+5 б. п.). В корпоративном сегменте также преимущественно наблюдалось умеренное (в пределах 1/4 п. п.) снижение котировок. Продажи были видны в бумагах Украины и Альфа Банка – оба эмитента сейчас размещают новые выпуски (см. дальше). В общем же складывающаяся на сегодняшний день конъюнктура, на наш взгляд, способствует сохранению котировок примерно на нынешних уровнях.

► **Рублевый долговой рынок.** Инвесторы на рублевом долговом рынке затаив дыхание следят за происходящим на валютном, однако активных действий предпринимать не спешат, несмотря на то, что за последние пару дней курс рубля к бивалютной корзине упал почти на рубль до 35,50. Активность невысока, цены практически неизменны. На рынке циркулирует множество различных слухов, с частью которых можно ознакомиться в сегодняшнем выпуске Коммерсанта, однако общий консенсус пока, похоже, заключается в том, что на форексе случился short squeeze из-за лавиноподобного срабатывания стопов. В результате инвесторы терпеливо дожидаются когда «закончится эта напасть» и не пересматривают своих ожиданий по рублю и локальному долговому рынку. Это видно по ставкам NDF, чья реакция на происходящее минимальна. В частности, десятилетний контракт вчера стоял на уровне 4,35–4,45% (+0.1 п. п.). Мы находимся на стороне консенсуса, и пока что полагаем, что нынешнее движение не является началом серьезного тренда.

МАКРОЭКОНОМИКА И ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

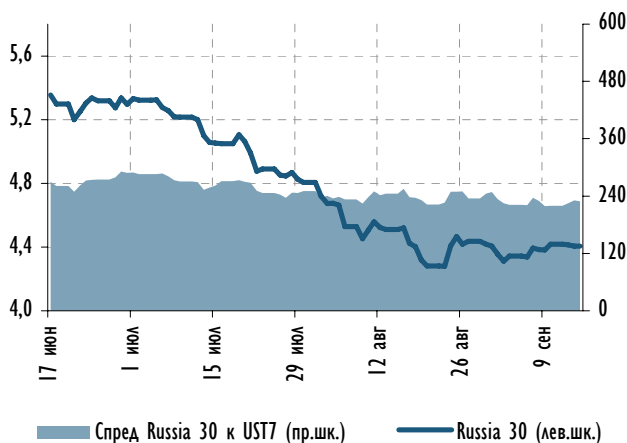
► **Денежный рынок: островок стабильности**

ЭМИТЕНТЫ: КОММЕНТАРИИ И НОВОСТИ

- **Отчетность КБ «Ренессанс Капитал» (В-ВЗ/В-) за 1П10 по МСФО – внимание на методику расчета чистой процентной маржи**
- **ММК(-/ВаЗ/ВВ) опубликовал нейтральные результаты 2-го квартала 2010 г.**

Индекс корпоративных облигаций ММВБ

Доходность Russia 30 и спред к UST 7



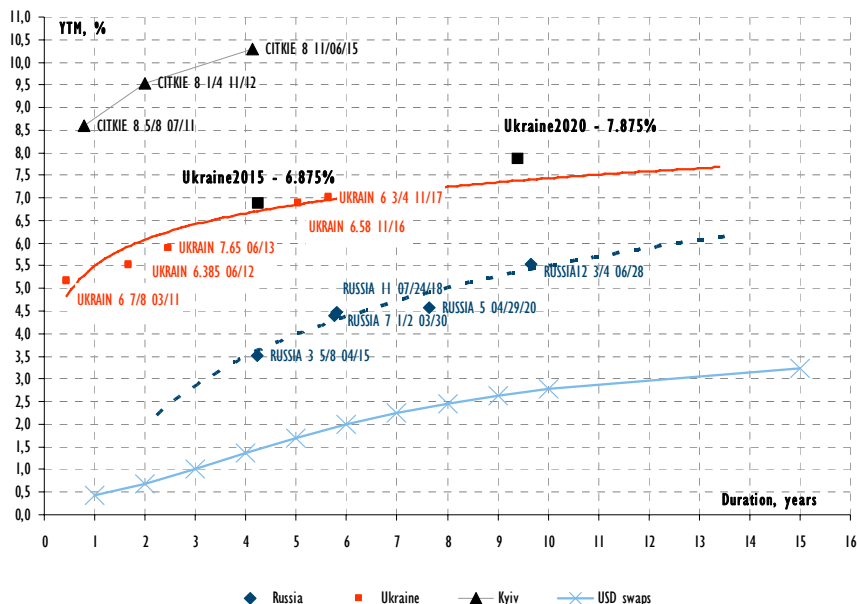
Источник: Bloomberg

Источник: Bloomberg



В отличие от Альфа Банка Украина, на наш взгляд, готова предложить более щедрые ориентиры. Ориентиры по пятилетнему выпуску – 6,875%, – по нашим оценкам, подразумевают премию к кривой в районе 15 б. п. по вчерашним ценам. Ориентир по десятилетнему выпуску – 7,875% – премию в размере около 30 – 40 б. п.

Кривая доходности Украины



Источник: Bloomberg

На рублевом долговом рынке вчера была закрыта книга заявок по размещению облигаций Русфинанс Банка 8 и 9 серий общим объемом 4 млрд рублей. Ставка купона до оферты через 2 года была установлена на уровне 7,7% годовых, что соответствует эффективной доходности к оферте в районе $YTP_{7,85\%}$. На наш взгляд, выпуск имеет потенциал снижения доходности в районе 10–15 б. п.

Кроме того, сейчас на рублевом долговом рынке идут размещения облигаций ФСК, ММК, Зенита, Татнефти и скоро открывается книга заявок по бондам алкогольного холдинга «Синергия». О последних двух выпусках мы подробнее расскажем в понедельник в наших кредитных комментариях.

Павел Пикулев

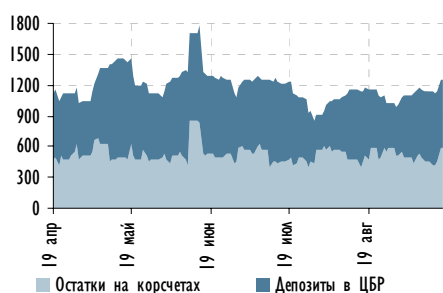
Pavel.Pikulev@gazprombank.ru

+7 495 983 18 00 (доб. 2 14 267)



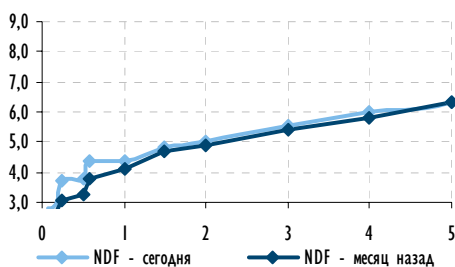
МАКРОЭКОНОМИКА И ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

Остатки на корсчетах и депозитах ЦБ



Источник: Bloomberg

Ставки по беспоставочным форвардам на руб./долл. (NDF)



Источник: Bloomberg

Денежный рынок

Денежный рынок: островок стабильности

Краткосрочные ставки денежного рынка в четверг вернулись на «нормальный» для последнего времени уровень в районе 2,5% после подъема в середине недели, обусловленного началом периода налоговых платежей, а также завершением расчетов по операциям с ЦБ (включая взаиморасчеты по новому выпуску ОБР). При этом сегодня котировки на рынке МБК выставлены уже по 2,3%, что свидетельствует о сохранении ликвидности в избыточном объеме.

Прочие индикаторы состояния ликвидности также указывают на сохранение стабильности. Так, ставки РЕПО о/п для акций и облигаций компаний первого эшелона находятся на отметке 2,5% и совпадают с доходностью депозитов в ЦБ на сопоставимый срок. Стоимость заимствования в рублях, рассчитанная исходя из котировок беспоставочных фьючерсов на рубль (NDF), вчера осталась в диапазоне 3,1–3,2%. Сегодня ведущие российские банки выставляют котировки на уровнях маргинально ниже вчерашних, что свидетельствует об отсутствии предпосылок для изменения ситуации на денежном рынке, несмотря на продолжившееся вчера ослабление рубля по отношению к иностранным валютам.

Объем чистой ликвидной позиции банков (сумма ликвидных активов за вычетом обязательств перед ЦБ) в четверг практически не изменился: задолженность перед ЦБ по различным операциям рефинансирования составила чуть менее 134 млрд руб., в то время как сумма остатков на к/с и депозитах в ЦБ по-прежнему превышает 1,2 трлн руб. Если добавить к этому объем ОБР, находящихся на балансах кредитных организаций, запас прочности в виде ликвидных активов достигает 2,2 трлн руб.

Анна Богдюкевич
Anna.Bogdyukovich@gazprombank.ru
+7 (495) 980 41 82

КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

ММК
S&P/Moody's/Fitch - /Ba3/BB

ММК опубликовал нейтральные результаты 2-го кв. 2010 г.

Компания получила 2 068 млн долл. выручки, продемонстрировав 25%-ный рост к 1-му кв. 2010 г., или 3 702 млн долл. за первое полугодие – +85% г/г.

ЕБИТДА составила 437 млн долл. – рост на 17% к 1-му кв. 2010 г., или 755 млн долл. за 1-е полугодие (+145% г/г). Рентабельность ЕБИТДА за 1-е полугодие равна 20,4%.

Производство товарной продукции во 2-м кв. выросло на 7% к 1-му кв. до 2 623 тыс. т. Выпуск продукции с высокой добавленной стоимостью увеличился на 24%. Доля этого сегмента составила 35%.

Комментарий:

На середину года величина долга выросла на 762 млн долл. до 2 881 млн долл., чистый долг составил 2 660 млн долл. Несмотря на увеличение объема долга в абсолютном выражении, рост операционного денежного потока позволил компании сохранить уровень долговой нагрузки практически на уровне конца 2009 г.: соотношение «Долг/ЕБИТДА» составляет 1,72 х.

Обратим внимание на сравнительно высокий объем краткосрочного долга компании – 931 млн долл., в т. ч. 313 млн долл. должны быть погашены в 3-м кв. текущего года.

Капитальные вложения в 1-м полугодии составили 1,1 млрд долл., при годовом ориентире в 1,7 млрд долл. Чистый денежный поток при этом был отрицательным.

Напомним, что 23 сентября ММК планирует разместить третий выпуск биржевых облигаций на 5 млрд руб. со сроком обращения 3 года. Условиями выпуска также предусмотрена полуторагодовая оферта. Ранее



было заявлено, что индикативная ставка купона составляет 6,75–7,25%, что соответствует доходности к оферте в 6,86–7,38% годовых. В целом мы считаем, что заявленный уровень доходности к оферте является привлекательным, предлагая премию к кривой доходности ММК-Северсталь на уровне 10–60 б. п.

Основные финансовые показатели ММК, млн долл.

	2008	2009	1П10	1П09	год, к году, %
Выручка	10 550	5 081	3 702	2 003	85%
ЕБИТДА	2 506	1 099	755	308	145%
Рентабельность ЕБИТДА	24%	22%	20,4%	15,4%	
ЕБИТДА / Проценты	23	11	12	8	
Совокупный долг	1 726	2 118	2880	1631	77%
в т.ч. краткосрочный	1 295	828	931	854	9%
Чистый долг	603	1 953	2660	1006	164%
Чистый долг / ЕБИТДА	0,24	1,78	1,72	0,77	
Собственный капитал	9 852	10 325	10 078	9 424	7%
Активы	14 197	14 833	15 594	13 068	19%
Операционный денежный поток	1 925	865	356	552	-36%
Капитальные вложения	2 112	1 613	1 118	929	20%
Чистый денежный поток	946	-824	-762	-377	102%

Источник: данные компании, оценки Газпромбанка

Алексей Демкин, CFA
Alexey.Demkin@gazprombank.ru
+7 495 980 43 10

Отчетность КБ «Ренессанс Капитал» (В-В3/В-) за 1П10 по МСФО – внимание на методику расчета чистой процентной маржи

Комментарий: Вчера мы изучили финансовую отчетность КБ «Ренессанс Капитал» за первые 6 месяцев 2010 года по международным стандартам, которая выглядит довольно неоднозначно.

За 1-е полугодие организации удалось погасить 96,5% своей внушительной задолженности перед ЦБ (на конец 2009 года – 14,4 млрд руб., или 33,3% валюты баланса), используя как приток депозитов частных клиентов (+5,5 млрд руб., или 2,9х за период), так и имеющиеся ценные бумаги. Объем кредитного портфеля банка продолжил проседать (-15,7% для gross-величины за отчетный период), а по-прежнему значительные отчисления в резервы (рассчитанный нами показатель стоимости риска – 19,9% в 1П10, что даже выше 15,6% за 2009 г.) во многом обусловили наличие чистого убытка в 174,4 млн руб. по итогам полугодия.

Мы хотим обратить внимание на то, что в отчетном периоде организация изменила классификацию показателя «штрафы и пени за просроченные платежи по кредитам» (*finances and penalties for overdue payments on loans*). В 1-м полугодии величина данных доходов включена в состав процентных доходов банка, в то время как прежде (включая консолидированную отчетность за 2009 год по МСФО) она проходила отдельной строкой уровнем ниже – в составе операционных доходов. На момент выхода данного отчета нам не удалось получить от представителей банка комментарии относительно того, с чем была связана данная реклассификация.

Отметим, что вклад штрафов и пеней в итоговый объем процентных доходов банка более чем существенный (2,0 млрд руб. из общей величины в 6,0 млрд руб.), что позволяет при расчетах получить значительно более высокий показатель чистой процентной маржи.

Аудиторские стандарты допускают различную трактовку штрафов и пеней: они могут включаться в процентные доходы (Ренессанс Капитал, Банк Русский Стандарт), комиссионные доходы (ЖКФ Банк) или, к примеру, прочие операционные доходы (Сбербанк, ВТБ). Не выражая своего мнения относительно того, какая классификация является наиболее верной, мы хотели бы обратить внимание на то, что при сравнении показателя чистой процентной маржи между разными банками необходимо использовать сопоставимую величину чистых



процентных доходов. Так, чистая процентная маржа Ренессанс Капитала составила в 1-м полугодии, по нашим расчетам, 23,6% при включении штрафов и пеней и 12,7% – при их исключении; у ХКФ Банка, для сравнения, – 22,0% и 20,0% соответственно.

Сравнительные показатели КБ «Ренессанс Капитал» и ХКФ Банка по МСФО, млрд руб.

	КБ «Ренессанс Капитал» (В-/ВЗ/В-)		ХКФ Банк (В+/ВзЗ/-)	
	2009	1П10	2009	1П10
Чистые процентные доходы, согласно отчетности	4,9	4,4	18,4	8,9
Доходы от штрафов и пеней	1,8	2,0	2,4	0,9
Классификация штрафов и пеней, согласно отчетности	операционные доходы	процентные доходы	комиссионные доходы	комиссионные доходы
Чистая процентная маржа, при включении штрафов и пеней в состав процентных доходов, %	13,1%	23,6%	20,5%	22,0%
Чистая процентная маржа, при исключении штрафов и пеней из состава процентных доходов, %	9,7%	12,7%	18,2%	20,0%

Источник: данные банков, расчеты Газпромбанка

Насколько позволяет судить отчетность Ренессанс Капитала по РСБУ, в последние месяцы финансовое положение банка постепенно выправляется, в частности, в положительную зону выходит динамика изменений кредитного портфеля банка (пусть и не превышая пока +1,1% в ежемесячном сопоставлении). Тем не менее, отсутствие в отчетности по МСФО информации о кредитном качестве портфеля пока не позволяет сделать вывод о том, насколько «качественным» является данный рост. По РСБУ на 1 августа доля кредитов просроченных более чем на 1 день составила 41,6% розничного портфеля банка.

Несмотря на не самую сильную отчетность, мы отмечаем, что банк сохраняет высокие темпы притока депозитов физлиц (в среднем +1,0 млрд руб. в месяц), что позволит ему по крайней мере в обозримой перспективе рассчитываться по своим обязательствам. По всей видимости, этим объясняется постепенный рост на протяжении последних недель котировок коротких облигационных выпусков *Ренессанс Капитал КБ-2* (УТР 7,2% @ октябрь 2010 г.) и *Ренессанс Капитал КБ-3* (УТР 9,5% @ июнь 2011 г.). Еврооблигации *RCCF 13* (УТМ 11,3% @ апрель 2013 г.), даже несмотря на привлекательную доходность, рекомендовать к покупке трудно.

Основные финансовые показатели Банка «Ренессанс Капитал» по МСФО, млрд руб.

	2007	2008	2009	1П10	Изм.*
Чистые процентные доходы**	3,5	8,4	4,9	2,4	-21,7%
Чистые комиссионные доходы	2,5	3,0	0,5	0,6	260,8%
Штрафы и пени по просроченным кредитам	1,0	1,8	1,8	2,0	-24,8%
Операционная прибыль	7,2	13,5	5,5	4,8	18,2%
Операционные расходы	-3,6	-6,3	-3,6	-2,2	20,0%
Резервы	-3,2	-5,3	-6,7	-3,0	-50,5%
Чистая прибыль (убыток)	0,2	1,5	-4,2	-0,2	-94,7%
Денежные средства и эквиваленты	4,9	8,7	3,7	5,0	37,0%
Ценные бумаги	0,0	1,5	9,0	0,8	-91,3%
Нетто кредитный портфель	38,4	50,8	28,2	25,5	-9,5%
Задолженность перед ЦБ	0,0	10,9	14,4	0,5	-96,5%
Средства корпоративных клиентов	13,1	6,6	3,3	2,6	-20,3%
Средства частных клиентов	2,0	2,7	3,0	8,5	186,9%
Долговые ценные бумаги	17,5	18,2	10,4	11,0	6,0%
Прочие заимствования	4,4	7,1	0,0	0,0	-
Собственный капитал	7,6	12,2	9,5	9,3	-1,8%
Всего активов	45,5	64,3	43,1	34,0	-21,1%
Ключевые показатели					
Рентабельность капитала (ROAE), %	4,8%	15,1%	-39,1%	-3,7%	



Чистая процентная маржа (NIM)**, %	12,3%	16,3%	9,7%	12,7%
Стоимость риска, %	12,3%	11,3%	15,6%	19,9%
Расходы/Доходы, %	49,3%	46,7%	66,8%	45,2%
Нетто кредитный портфель/Депозиты, %	254,7%	542,0%	453,7%	230,1%
NPL/Кредиты, %	5,7%	13,1%	21,9%	-
Резервы/Кредиты, %	4,5%	5,2%	14,5%	8,2%
Покрытие NPL резервами, х	0,8	0,4	0,7	-
Достаточность капитала (TCAR), %	17,2%	19,2%	21,2%	-
Денежные средства/Активы, %	10,8%	13,5%	8,5%	14,8%

* изменения балансовых показателей — к концу 2009 года, изменения показателей ОПУ — в годовом сопоставлении

** величина штрафов и пеней исключена нами из состава чистых процентных доходов
Источник: данные банка, расчеты Газпромбанка

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



Календарь долгового и денежного рынка

Дата	Событие	Объем, млн руб.
17.09.2010	Погашение КАМАЗ-ФИНАНС-2	1 500
20.09.2010	Уплата трети НДС за II кв. 2010 года Оферта Главстрой-Финанс-2	4 000
21.09.2010	Погашение СИТРОНИКС-1	3 000
22.09.2010	Аукцион ОФЗ 26203 Аукцион ОФЗ 25072	40 000 30 000
23.09.2010	Депозитные аукционы ЦБР на 4 недели, 3 месяца	
27.09.2010	Уплата акцизов, НДС	
28.09.2010	Уплата налога на прибыль Ломбардные аукционы ЦБР на 1 неделю, 3 месяца Оферта Банк Русский стандарт-7 Оферта Гражданские самолеты Сухого-1	5 000 5 000
29.09.2010	Возврат ЦБР беззалоговых кредитов Оферта Жилсоципотека-Финанс-3 Оферта Метрострой Инвест-1	15 000 1 500 1 500
30.09.2010	Депозитные аукционы ЦБР на 4 недели, 3 месяца Оферта Ай-ТЕКО-2 Оферта НОК-2	630 400

Источник: Reuter.



Календарь основных корпоративных событий

Дата	Событие	Период
октябрь	ММК: операционные результаты	3-й кв. 2010 г.
октябрь	Мечел: операционные результаты	3-й кв. 2010 г.
октябрь	НорНикель: финансовая отчетность по МСФО	1П10 г.
октябрь	НорНикель: операционные результаты	3-й кв. 2010 г.
11.10.2010	Х5: операционные результаты	3-й кв. 2010 г. и 9М10 г.
15.10.2010	Евраз: операционные результаты	3-й кв. 2010 г.
19.10.2010	НЛМК: операционные результаты	3-й кв. 2010 г.
конец октября	ТГК-1: операционные результаты	9М10 г.
16.11.2010	Северсталь: финансовая отчетность по МСФО	9М2010 г.
18.11.2010	МТС: финансовые результаты по US GAAP	3-й кв. 2010 г.
29.11.2010	Х5: аудированная отчетность по МСФО	3-й кв. 2010 г. и 9М10 г.
середина ноября	ТГК-1: финансовая отчетность по РСБУ	9М10 г.
ноябрь	ОГК-5: операционные результаты и неаудированные результаты по МСФО	9М10 г.
ноябрь	ОГК-5: финансовая отчетность по РСБУ	9М10 г.
конец ноября	ТГК-1: финансовая отчетность по МСФО	9М10 г.
01.12.2010	НЛМК: финансовая отчетность по US GAAP	3-й кв. 2010 г.

Источник: данные компаний, Bloomberg, Reuters



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

Стратегия на фондовом рынке

Андрей Богданов
Анна Богдюкевич
+7 (495) 983 18 00 доб. 54085

Долговой рынок

Алексей Дёмкин, СГА
+7 (495) 980 43 10
Яков Яковлев
+7 (495) 988 24 92
Юрий Тулинов
+7 (495) 983 18 00 доб. 2 14 17
Павел Пикулев
+7 495 983 18 00 (доб. 2 14 267)

Банковский сектор

Андрей Клапко
+7 (495) 983 18 00 доб. 21401

Макроэкономика

Анна Богдюкевич
+7 (495) 983 18 00 доб. 54085

Телекоммуникации и медиа

Андрей Богданов
+7 (495) 988 23 44
Анна Курбатова
+7 (495) 913 78 85

Транспорт и машиностроение

Алексей Астапов
+7 (495) 428 49 33

Нефть и газ

Иван Хромушин
+7 (495) 980 43 89

Потребительский сектор

Рустам Шихамедов
+7 (495) 428 50 69

Металлургия

Сергей Канин
+7 (495) 988 24 06

Электроэнергетика

Дмитрий Котляров
+7 (495) 913 78 26

Химическая промышленность

Алексей Астапов
+7 (495) 428 49 33

Редакторская группа

Татьяна Курносенко
+7 (495) 983 18 00 доб. 54084
Юлия Мельникова
+7 (495) 980 43 81

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 Миронов
начальник управления
+7 (495) 428 23 66

Продажи

Илья Ремизов
+7 (495) 983 18 80**Дмитрий Кузнецов**
+7 (495) 428 49 80**Вера Ярышкина**
+7 (495) 980 41 82

Трејдинг

Елена Капица
+7 (495) 988 23 73**Дмитрий Рябчук**
+7 (495) 719 17 74

Департамент рынков фондового капитала

Максим Шашенков
начальник департамента
+7 (495) 988 23 24
Maxim.Shashenkov@gazprombank.ru

Управление торговли и продаж инструментов фондового рынка

Продажи

Константин Шалшаров
директор
+7 (495) 983 18 11**Евгений Терещенко**
+7 (495) 988 24 10**Мария Братчикова**
+7 (495) 988 24 03**Артем Спасский**
+7 (495) 989 91 20**Светлана Голодинкина**
+7 (495) 988 23 75

Управление рынков фондового капитала

Виталий Зархин
директор
+7 (495) 988 24 48

Трејдинг

Валерий Левит
директор
+7 (495) 988 24 11**Андрей Чичерин**
директор
+7 (495) 983 19 14

Управление биржевых интернет-операций

Максим Малетин
начальник управления
+7 (495) 983 18 59

Copyright © 2003 — 2010. «Газпромбанк» (Открытое акционерное общество). Все права защищены

Данный отчет подготовлен аналитиками «Газпромбанка» (Открытого акционерного общества) (далее — ПБ (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 ПБ (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 ПБ (ОАО) и могут изменяться без предупреждения, в том числе в связи с появлением новых корпоративных и рыночных данных. ПБ (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.