

Пульс рынка

- **QE, или куда легко зайти, но почти невозможно выйти.** В ожидании итогов начинающегося сегодня 2-дневного заседания FOMC рынки "легли в дрейф" (американские индексы акции подросли на 0,6%, доходности 10-летних UST поднялись на 5 б.п. до YTM 2,18%). Участники вновь задаются вопросом относительно дальнейших действий ФРС. Беспокойство вызывает мнение ряда членов FOMC (о котором упоминалось в стенограмме предыдущего заседания) о том, что QE уже пора сворачивать. Что же на самом деле может сделать ФРС в текущих условиях, когда восстановление экономики США едва ли можно назвать устойчивым? Даже небольшое частичное сворачивание QE породит ожидания более сильного ужесточения денежно-кредитной политики, что приведет к заметному повышению процентных ставок в экономике и повысит кредитные риски (многие компании не смогут обслуживать долг по более высоким ставкам). Напомним, что QE3 (=вливание на финансовые рынки ~1 трлн долл. в год) по сути является компенсацией бюджетного секвестра, который произошел в начале этого года (=недополучения реальным сектором ~600 млрд долл. в год), позволяя американской экономике демонстрировать рост (хотя и вялый). Также возникнет убыток у ФРС от негативной переоценки ее портфеля долговых ценных бумаг (UST, MBS), что может снизить способность США к монетизации долга. С другой стороны, есть понимание того, что печатный станок не может работать вечно: нулевые процентные ставки не разрешают проблему дисбаланса потребления и сбережения. Кроме того, может пострадать статус доллара как ключевой резервной валюты. Получается, что у Б. Бернанке не остается выбора, кроме как успокоить финансовые рынки (снизить ожидания сворачивания QE), оценив состояние экономики США как все еще слабое, которое пока требует мягкой монетарной политики. Значение индекса по рынку недвижимости в июне заметно выросло м./м., отразив улучшение настроений американских застройщиков (в связи с продолжающимся повышением цен на американскую недвижимость), что, скорее всего, в большей мере является отложенным эффектом QE. Из сегодняшних данных интерес представляет значение CPI: появление инфляционных рисков будет однозначно свидетельствовать в пользу сворачивания QE.
- **ВВП не в лучшей форме.** Вчера Росстат подтвердил замедление роста ВВП в 1 кв. до 1,6% (с 2,1% в 4 кв. 2012 г.) и опубликовал предварительную разбивку ВВП по производству. По нашим расчетам, наибольший негативный вклад в увядание роста привнесло падение добычи полезных ископаемых на 4,9%, на 2-м месте - трехкратное сокращение темпов роста обрабатывающих производств (до 1,3%) и сведенный на нет рост строительства (до 0,4%), замыкает эту цепочку падение в энергетике (на 2,4%). Эти факторы должны были снизить темпы роста ВВП не на 0,5 п.п., а более чем на 1 п.п., если бы не улучшение в розничной торговле, с/х, операциях с недвижимостью и финансовой деятельности. Наибольшие опасения у нас вызывает концентрация плохих результатов в промышленности, причем в отраслях, ориентированных не только на внешний, но и на внутренний спрос, а также достаточно резкое замедление роста строительства. Это указывает на ограниченность внутренних стимулов роста, с которыми мы связывали основную надежду на реанимирование экономики. При этом пока еще стабильной динамики потребления может оказаться недостаточно, чтобы компенсировать "потери" от инвестиций. На этом фоне мы видим недавнее снижение нами прогноза по росту ВВП в 2013 г. с 3% до 2% оправданным и по-прежнему опасаемся, что во 2 кв. рост ВВП может составить менее 2% (~1,8%).
- **Новая схема конвертации трансферта в госфонды не за горами.** Со слов А. Силуанова, покупка Минфином валюты на открытом рынке для трансферта в Резервный фонд может начаться уже в августе 2013 г. Отметим, что еще недавно сроки формулировались неопределенно: "раньше 2015 г.". Минфин пока не разглашает объем покупок валюты и их механизм, а это важно, поскольку это может конфликтовать с курсовой политикой ЦБ. Недавние оценки ведомства по трансферту в Резервный фонд (149 млрд руб.), в пересчете на ежедневные покупки валюты (в августе-декабре 2013 г.) составят только ~50 млн долл. Это подтверждает наши более ранние предположения о том, что предстоящая конвертация по новой схеме в 2013 г., скорее всего, не окажет существенного влияния ни на рубль, ни на ликвидность.
- **ВНИМАНИЕ - ОПРОС: узнай ожидания рынка!**

Темы выпуска

- ГПБ: под давлением рынка, но с ликвидностью от Газпрома
- ТрансКонтейнер: рост рентабельности на слабом рынке

ГПБ: под давлением рынка, но с ликвидностью от Газпрома

Приток средств от госкомпаний улучшил ликвидную позицию

Газпромбанк (BBB-/Baa3/BBB-), третий крупнейший российский банк, представил финансовые результаты по МСФО за 1 кв. 2013 г., которые мы оцениваем умеренно негативно. В 1 кв. ГПБ зафиксировал убыток от операций с финансовыми активами и обязательствами, предназначенными для торговли, в размере 2,4 млрд руб. что вместе с получением меньшей прибыли от небанковской деятельности (1,2 млрд руб. против 9,7 млрд руб. в 4 кв. 2012 г.) стало причиной почти двукратного сокращения чистой прибыли кв./кв. (до 5,6 млрд руб.). Значительный приток средств от госкомпаний в объеме 417 млрд руб. (из которых на долю Газпрома пришлось 147 млрд руб.) создал избыточную ликвидность (денежные средства выросли на 320 млрд руб. до 752 млрд руб., или 26% обязательств) в условиях все еще невысокого спроса на кредитование. По данным менеджмента, поступившие средства от Газпрома номинированы в рублях и представляют собой относительно стабильный источник ликвидности, что снижает потребность банка в привлечении нового долга (ранее планировалось занять на публичных рынках порядка 3 млрд долл. в 2013 г.).

Ключевые финансовые показатели ГПБ

в млрд руб., если не указано иное	31 марта 2013	31 дек. 2012	изм.
Активы	3 234,8	2 841,0	+14%
Кредиты клиентам до вычета резервов, в т. ч.:	1 882,4	1 823,3	+3%
розничные	224,6	210,3	+7%
корпоративные	1 657,8	1 613,0	+3%
NPL (90+)/Кредитный портфель	1,1%	1,2%	-0,1 п.п.
Депозиты клиентов	955,0	910,8	+5%
Собственный капитал	369,8	363,5	+2%
Коэффициент достаточности капитала (ЦБ)	11,5%	12,0%	-0,5 п.п.
Коэффициент общей достаточности капитала (Базель)	13,5%	13,9%	-0,4 п.п.

в млрд руб., если не указано иное	1 кв. 2013	4 кв. 2012	изм.
Чистый процентный доход до резервов	17,1	16,9	+1%
Чистый процентный доход	13,9	13,2	+5%
Чистый комиссионный доход	2,2	5,7	-61%
Чистая прибыль	5,6	10,8	-48%
Чистая процентная маржа	2,8%	3,0%	-0,2 п.п.

Источник: отчетность банка, оценки Райффайзенбанка

Небольшой рост кредитования после паузы

Кредитный портфель вырос в 1 кв. на 59 млрд руб. до 1,88 трлн руб. (+3,2%) как в корпоративном сегменте (+45 млрд руб. до 1,66 трлн руб.), так и в рознице (+14 млрд руб. до 225 млрд руб.). Таким образом, прирост корпоративных кредитов в 1 кв. полностью компенсировал их спад в предшествующем квартале (-2,5%, или 41 млрд руб.). Рост портфеля произошел в металлургической и горнодобывающих отраслях (+17 млрд руб.), транспорте (+24 млрд руб.), пищевой индустрии (+10 млрд руб.) и атомной промышленности (+43 млрд руб.) при снижении кредитования нефтяной отрасли (-14 млрд руб.), машиностроения (-10 млрд руб.) и электроэнергетики (-19 млрд руб.). Доля госкомпаний в портфеле почти не изменилась, составив 13,6% от всех кредитов юрлицам (по этому сегменту резерв формируется на уровне менее 1%). Выдача ипотечных кредитов (+11 млрд руб.) обеспечила увеличение розничного кредитования.

Качество на высоте

Благодаря возврату по просрочке в корпоративном сегменте, показатель NPL 90+ в абсолютном выражении снизился (на 4,8% до 20,1 млрд руб.), а в отношении к портфелю составил 1,07% (против 1,15% кварталом ранее). Качество розницы не претерпело изменений (NPL 90+ - 2,3%).

Стабильная прибыльность операционной деятельности

Размер торгового портфеля ценных бумаг увеличился на 12 млрд руб. (до 244 млрд руб.) за счет позиции в корпоративных облигациях (+20,6 млрд руб.), при этом позиция в акциях и векселях сократилась. Благодаря притоку средств от Газпрома большая часть задолженности по РЕПО была погашена (остаток составил всего 4% от портфеля ценных бумаг).

Чистый процентный доход увеличился всего на 1,4% кв./кв. до 17,1 млрд руб., заметно отстав от темпа роста кредитования. По оценкам менеджмента, чистая процентная маржа составила 2,8% (на 0,2 п.п. ниже, чем в 4 кв. 2012 г.). Учитывая большой объем ликвидности, поступившей от Газпрома (в том числе и на депозиты), которая по причине невысокого спроса на кредиты, скорее всего, не будет в полной мере утилизирована, мы ожидаем сокращения чистой процентной маржи во 2 кв. Чистые комиссионные доходы снизились более чем в два раза (с 5,7 млрд руб. до 2,25 млрд руб.), вернувшись на уровень 3 кв. 2012 г.

Убыток от ценных бумаг привел к снижению чистой прибыли

Сильное давление на прибыль оказали волатильные источники дохода (которые традиционно оказывают большое влияние на результаты банка), к ним относятся портфель ценных бумаг, FX и небанковская деятельность. Небольшая коррекция на финансовых рынках в 1 кв. привела к довольно чувствительному убытку по портфелю ценных бумаг ГПБ в объеме 3,5 млрд руб., из которого на корпоративные облигации пришлось 764 млн руб., гособлигации и облигации Москвы - 737 млн руб. и корпоративные акции - 1,98 млрд руб. Принимая во внимание продолжившуюся коррекцию рынков, улучшение ситуации во 2 кв. вряд ли произойдет. Позитивным моментом стало сокращение административных расходов (с 7,5 млрд руб. в 4 кв. до 3,8 млрд руб.), а также расходов по зарплате и прочим выплатам персоналу в сегменте банковской деятельности (с 9,9 млрд руб. в 4 кв. до 7,5 млрд руб.). Однако этого оказалось недостаточно для компенсации убытка по ценным бумагам и снижения дохода от небанковской деятельности. В итоге чистая прибыль составила всего 5,6 млрд руб., что соответствует возврату на капитал (ROAE) в размере 6,11%, что ниже темпа кредитования. Как следствие, достаточность капитала 1-го уровня по Базель II снизилась на 0,2 п.п. до 10,8% (показатель Н1 на 31 марта 2013 г. составил 11,5%, что на 0,5 п.п. ниже, чем в начале года). В случае введения жестких норм на достаточность капитала банк не исключает выход на первичный рынок с выпуском субординированных бондов по новым правилам.

GBP 19 выглядит недооцененным

Евробонды GBP17 сейчас котируются с небольшим дисконтом (10-15 б.п.) по доходности к кривой ВТБ, в то же время субординированные бонды GBP 19 - с более широким спредом (100 б.п.) к кривой ВТБ, чем "суборд" VTB 22 (25 б.п.). Мы считаем бонды GBP19 неплохим выбором среди "субордов" банков инвестиционной категории в терминах кредитных спредов (бумаги GBP19 демонстрируют динамику лучше рынка в сравнении со старшими выпусками госбанков). Рублевые облигации ГПБ имеют низкую ликвидность и котируются с YTP 8,7% @ октябрь 2015 г. (=ОФЗ + 240 б.п.), что соответствует верхней границе доходностей бумаг 1-го эшелона.

ТрансКонтейнер: рост рентабельности на слабом рынке

Снижение выручки на фоне слабой конъюнктуры рынка

ТрансКонтейнер (-/Ba3/BB+) опубликовал финансовые результаты по МСФО за 1 кв. 2013 г., которые мы оцениваем нейтрально. Сокращение выручки (за вычетом "сквозных" платежей) на 10% кв./кв. произошло в результате продолжающегося (начиная с ноября 2012 г.) уменьшения спроса в отрасли контейнерных ж/д перевозок. Так, объемы перевозок компании снизились на 10,2% кв./кв., причем по всем направлениям: на внутренних маршрутах они сократились на 17% кв./кв., на международных - на 2,7% кв./кв. (-1% и -6% кв./кв. по экспортным и импортным перевозкам, соответственно). При этом повышение рентабельности по EBITDA на 4 п.п. кв./кв. до 37,8% было, среди прочего, обеспечено существенным снижением коэффициента порожнего пробега контейнеров (с 33% до 29,2%) за счет передислокации парка в конце 2012 г. (до повышения тарифов РЖД). Кроме того, по нашим оценкам, в 4 кв. компания предоставляла скидки клиентам для стимулирования спроса, что, соответственно, сказалось на рентабельности в этот период.

Рост рентабельности за счет повышения эффективности и повышения средних тарифов компании

Долговая нагрузка в терминах Чистый долг/LTM EBITDA остается на комфортном уровне 0,7х. Небольшое повышение ее возможно в дальнейшем, учитывая утвержденную масштабную инвестпрограмму на 2013-2015 гг. В то же время отметим, что эта программа может быть существенно изменена в связи с планируемым внесением доли РЖД в ОТЛК (логистический

Риски рефинансирования незначительны, долговая нагрузка на

низком уровне

оператор Таможенного Союза). Поскольку большая часть краткосрочного долга была рефинансирована 5-летним выпуском облигаций ТрансКонтейнер, 04 номиналом 5 млрд руб. (были погашены ТрансКонтейнер, 01 номиналом 3 млрд руб. и кредиты Альфа-Банка на 1,83 млрд руб.), риски рефинансирования незначительны.

Ключевые финансовые показатели ТрансКонтейнера

в млн руб., если не указано иное	1 кв. 2013	4 кв. 2012	изм.	1 кв. 2012	изм.
Выручка	8 558	9 043	-5%	8 529	0%
Скорректированная выручка ¹	5 633	6 293	-10%	5 999	-6%
EBITDA	2 129	2 126	0%	2 428	-12%
Рентабельность по EBITDA ²	37,8%	33,8%	+4 п.п.	40,5%	-2,7 п.п.
Операционная прибыль	1 595	1 398	+14%	1 846	-14%
Операционная рентабельность ²	28,3%	22,2%	+6,1 п.п.	30,8%	-2,5 п.п.
Чистая прибыль	1 108	878	+26%	1 198	-7%
Операционный поток	1 715	1 253	+37%	1 878	-9%
Инвестиционный поток, в т.ч.	-1 110	-2 520	-56%	-170	+6,5x
Капвложения	-305	-2 305	-7,6x	-601	-49%
Финансовый поток	106	-36	-	-70	-
в млн руб., если не указано иное	31 марта 2013	31 дек. 2012	изм.		
Совокупный долг, в т.ч.	9 346	9 188	+2%		
Краткосрочный долг	993	5 789	-5,8x		
Долгосрочный долг	8 353	3 399	+2,5x		
Чистый долг ³	7 309	7 870	-7%		
Чистый долг/EBITDA LTM ⁴	0,73x	0,76x	-		

¹ Выручка за вычетом расходов по оплате услуг сторонних организаций, относящихся к интегрированным экспедиторским и логистическим услугам

² Показатель рентабельности рассчитан, исходя из скорректированной выручки

³ Не включая депозиты со сроком свыше 3 мес. в объеме 2,2 млрд руб. на конец 1 кв. 2013 г. и 1,34 млрд руб. на конец 4 кв. 2012 г.

⁴ EBITDA за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Выручку поддержали
результаты
Кедентранссервиса

Объемы доходных контейнерных ж/д перевозок упали на 9,4% кв./кв. до 259 тыс. TEU, при этом выручка снизилась лишь на 4% кв./кв. Объемы терминальной обработки сократились на 18% кв./кв. до 297 тыс. TEU при повышении выручки на 5% кв./кв. При этом общую выручку ТрансКонтейнера поддержали результаты АО "Кедентранссервис" - дочерней структуры компании в Казахстане (после передачи ей части подвижного состава для оперирования в Казахстане и Центральной Азии), выручка в регионе выросла на 50% кв./кв. до 1,2 млрд руб.

Прогноз компании:
рост рынка на 4-6% в
2013 г., сохранение
рентабельности на
уровне 2012 г.

Напомним, что рост перевозок в 2012 г. в результате ухудшения конъюнктуры составил всего 8,9% г./г. (прогнозировалось 10,5% г./г.). Компания отмечает, что после достижения "дна" в январе-феврале 2013 г. в марте рынок контейнерных ж/д перевозок начал улучшаться. В 2013 г. менеджмент ожидает замедления роста рынка до 4-6% (ранее ожидался рост 6-9%). Но компания прогнозирует сохранение рентабельности в 2013 г. на уровне 2012 г. (~40%).

Рентабельность по EBITDA в 1 кв. повысилась до 38% с 34% в предыдущем квартале. Помимо некоторого увеличения средних тарифов компании кв./кв. поддержку рентабельности оказало снижение (до нормального для компании уровня) расходов на персонал на 20% кв./кв., а также на материалы и ремонт - на 32% кв./кв. после их резкого роста в 4 кв.

В 1 кв. существенно
снижены капзатраты

Операционный денежный поток в 1 кв. вырос на 37% кв./кв. до 1,7 млрд руб., в частности, в связи со снижением инвестиций в оборотный капитал (87 млн руб. против 300 млн руб. в 4 кв.), что в большей степени связано с заметным сокращением авансовых платежей. Капвложения (305 млн руб. (-49% г./г. и -7,6x кв./кв.)) были полностью покрыты операционным потоком. По информации компании, капзатраты были снижены в связи со слабой конъюнктурой рынка, а также в целях создания подушки ликвидности в преддверии погашения выпуска ТрансКонтейнер, 01 в феврале 2013 г. Видимо, по тем же причинам произошло и сокращение оборотного капитала, поэтому мы не исключаем его рост во 2 кв.

На 2013-2015 гг.
утверждена
масштабная
инвестпрограмма, при
этом компания имеет
гибкость в ее
реализации

Напомним, инвестпрограмма на 2013 г. утверждена в объеме 9,1 млрд руб., в 2014 г. - 7,9 млрд руб. и в 2015 г. - 8,6 млрд руб. Большая часть инвестиций будет направлена на покупку вагонов-платформ (4,4 млрд руб. в 2013 г.) в рамках стратегии по расширению парка. Финансирование инвестпрограммы, на наш взгляд, возможно за счет операционного денежного потока и накопленной ликвидности (на конец 1 кв. 2013 г. 2 млрд руб. денежных средств и эквивалентов и 2,2 млрд руб. на депозитах со сроком свыше 3 месяцев). При этом в случае ухудшения рыночной конъюнктуры компания имеет гибкость в ее реализации. Кроме того, как мы уже отмечали, возможна ее существенная коррекция из-за внесения доли РЖД в ОТЛК.

Бумаги эмитента
выглядят дорого

Выпуск ТрансКонтейнер-4 (YTM 8,2-8,36% @ январь 2018 г.) котируется со спредом к суверенной кривой в размере ~160 б.п., что, по нашему мнению, является слишком низким уровнем для бумаг рейтинговой категории ВВ. ТрансКонтейнер-2 не отличается торговой ликвидностью. Лучшей альтернативой бумагам являются выпуски Роснефть-7,8 (YTP 8,25% @ март 2018 г.), которые предлагают премию к суверенной кривой в размере 160 б.п. (такой же, как у выпусков ТрансКонтейнера при значительно более низких коэффициентах рыночного риска).

Список покрываемых эмитентов

Для перехода к последнему кредитному комментарию по эмитенту необходимо нажать курсором на его название

Нефтегазовая отрасль

Alliance Oil	Новатэк
Башнефть	Роснефть
БКЕ	Татнефть
Газпром	ТНК-ВР
Газпром нефть	Транснефть
Лукойл	

Транспорт

Аэрофлот	Трансконтейнер
НМТП	ЮТэйр
Совкомфлот	Brunswick Rail
Трансаэро	Globaltrans (НПК)

Торговля, АПК, производство потребительских товаров

X5	Синергия
Магнит	Черкизово
О'Кей	

Машиностроение

Гидромашсервис	Соллерс
КАМАЗ	

Строительство и девелопмент

ЛенСпецСМУ	ЛСР
------------	-----

Финансовые институты

Абсолют Банк	Банк Центр-инвест
АИЖК	ВТБ
Альфа-Банк	ЕАБР
Азиатско-Тихоокеанский Банк	Газпромбанк
Банк Русский Стандарт	КБ Восточный Экспресс
Банк Санкт-Петербург	КБ Ренессанс Капитал

Металлургия и горнодобывающая отрасль

АЛРОСА	Распадская
Евраз	РМК
Кокс	Русал
Металлоинвест	Северсталь
ММК	СУЭК
Мечел	ТМК
НЛМК	Uranium One
Норильский Никель	

Телекоммуникации и медиа

ВымпелКом	ПрофМедиа
МТС	Ростелеком
Мегафон	Теле2

Химическая промышленность

Акрон	СИБУР
ЕвроХим	ФосАгро

Электроэнергетика

Энел ОГК-5	МОЭСК
Ленэнерго	РусГидро
Мосэнерго	ФСК

Прочие

АФК Система

Список последних обзоров по экономике и финансовым рынкам

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

Экономические индикаторы

Макростатистика марта споткнулась на инвестициях

Платежный баланс

Отток капитала в январе мог составить 8-10 млрд долл.

Инфляция

Инфляция сильно "подтаяла"

Валютный рынок

Курс рубля в 1 кв. 2013 г.: в ожидании дальнейшего укрепления

Курс рубля «пустился в бега»

Монетарная политика ЦБ

Госдума утвердила кандидатуру Э.Набиуллиной на пост главы ЦБ

Снижение ставок от ЦБ "малой кровью"

Рынок облигаций

ОФЗ: продать сейчас или попробовать сыграть в рулетку?

ОФЗ "отстрелялись" - на очереди 1-й эшелон

Case-study: где выше прибыльность - в ОФЗ или 1-м эшелоне?

Промышленность

Промышленность приросла нефтепродуктами, металлами и... мостовыми кранами

Внешняя торговля

Рост импорта из стран дальнего зарубежья остается сдержанным

Ликвидность

Ликвидность: успеют ли Минфин и ЦБ предотвратить летний "пожар"?

Конвертация трансферта: в режиме ожидания?

ЦБ РФ: реформа рефинансирования

Бюджет

Бюджетная анти-диета

Долговая политика

Бюджетные маневры, или сколько нужно занять Минфину в 2013 г.?

Банковский сектор

Новые меры ЦБ РФ по ограничению роста потребкредитов в борьбе за их качество

ЗАО «Райффайзенбанк»

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

Аналитика

Анастасия Байкова	research@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9114
Денис Порывай		(+7 495) 221 9843
Мария Помельникова		(+7 495) 221 9845
Антон Плетенев		(+7 495) 221 9801
Ирина Ализаровская		(+7 495) 721 99 00 доб. 1706
Рита Цовян		(+7 495) 225 9184

Продажи

Наталья Пекшева	sales@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 3609
Анастасия Евстигнеева		(+7 495) 721 9971
Антон Кеняйкин		(+7 495) 721 9978
Александр Христофоров		(+7 495) 775 5231

Торговые операции

Александр Дорошенко	(+7 495) 721 9900
Вадим Кононов	(+7 495) 225 9146

Начальник Управления инвестиционно-банковских операций

Олег Гордиенко	(+7 495) 721 2845
----------------	-------------------

Выпуск облигаций

Олег Корнилов	bonds@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2835
Александр Булгаков		(+7 495) 221 9848
Михаил Шапедько		(+7 495) 221 9857
Мария Мурдяева		(+7 495) 221 9807
Елена Ганушевич		(+7 495) 721 9937

ВАЖНАЯ ИНФОРМАЦИЯ. Предлагаемый Вашему вниманию ежедневный информационно-аналитический бюллетень ЗАО «Райффайзенбанк» (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.