30 апреля 2014 г.

Пульс рынка

- **Решение украинской проблемы зашло в тупик**, об этом вчера заявил заместитель генсека ООН по политическим вопросам. Это, по его мнению, связано с существенным различием в интерпретации женевских договоренностей, которые в результате не выполняются ни одной из сторон, а ситуация на юго-востоке Украины продолжает ухудшаться. Несмотря на негативный внешний фон, на локальном рынке наблюдалось восстановление цен: длинные ОФЗ 26212 подорожали на 1,2 п.п. (доходность снизилась на 20 б.п. до YTM 9,52%). Бивалютная корзина подешевела на 23 копейки до 41,74 руб. (сегодня открытие торгов прошло на уровне 41,8 руб.). Общей позитивной динамике евробондов РФ (длинные выпуски подорожали в среднем на 1 п.п.) не смогла вчера воспрепятствовать череда снижений рейтингов и прогнозов по ним от S&P: были понижены рейтинги ВЭБа, ЛУКОЙЛа до "BBB-", прогноз по рейтингам ("BBB-") НорНикеля, ФосАгро, НОВАТЭКа, Газпром нефти был изменен на негативный. Лучше рынка выглядел CHMFRU 17 (его доходность снизилась на 90 б.п. до YTM 5,46%), что стало реакцией на новость о досрочном выкупе выпусков Северстали с погашением в 2016 г. и 2017 г. на 500 млн долл. (треть из находящихся в обращении бумаг). Сегодня выходит насыщенная порция макроданных по США (оценка ВВП за 1 кв., отчет по рынку труда ADP), но наибольший интерес представляют итоги заседания FOMC, которое завершается сегодня (ожидается сокращение объема QE еще на 10 млрд долл.).
- **ГМС (S&P: B/негативный): высвобождение средств из оборотного капитала позволило снизить долговую нагрузку.** Финансовые результаты компании за 2013 г. произвели на нас позитивное впечатление. Сокращение крупных проектов (их доля в выручке упала в >2 раза с 27% в 2012 г. до 12%) не оказало влияния на выручку (+3% г./г. до 32,4 млрд руб.), но привело к снижению рентабельности по EBITDA на 3,2 п.п. до 16,2%. Ухудшение также стало следствием заметного спада строительства в нефтегазовой отрасли. В результате было принято решение избавиться от убыточного строительного бизнеса (в декабре продано ОАО "Трест "Сибкомплектмонтажналадка"). В 4 кв. 2013 г., главным образом, за счет высвобождения средств из оборотного капитала ГМС удалось заметно снизить чистый долг как в абсолютном выражении (с 15,2 млрд руб. до 11,1 млрд руб.), так и в отношении к LTM EBITDA с 2,58x до 2,12x. В отличие от 2012 г. денежных средств от операционной деятельности (4,7 млрд руб.) оказалось достаточно для финансирования капвложений (органический capex составил 1,55 млрд руб.). По информации ГМС, кипрский суд отменил решение об аресте имущества (в объеме 400 млн долл.) В.М. Лукьяненко, его сына В.В. Лукьяненко (крупнейшего акционера ГМС с долей 27,4% по состоянию на конец 2013 г.) и еще девяти других ответчиков, включая ГМС и некоторых ее акционеров и директоров. Учитывая сокращение долговой нагрузки, снятие ареста, мы считаем выпуск ГМС-2 (YTM 14,5% @ февраль 2015 г.) интересным для покупки в рамках реализации диверсифицированной стратегии "buy & hold".
- **O'Кей (Fitch: B+): растущая конкуренция и операционные издержки давят на рентабельность.** Отчетность компании за 1 кв. 2014 г. по МСФО оказалась довольно слабой: рост чистой розничной выручки замедлился до 12,6% г./г. (первоначальный прогноз предполагал рост за год на 15-19%; +18,7% г./г. в 2013 г.). Компания объясняет это усилением конкуренции и эффектом "каннибализации" со стороны собственных магазинов: в 1 кв. компания открыла 2 гипермаркета. Сопоставимые продажи по итогам 1 кв. выросли лишь на 4,1% г./г. (рост чека - 6,3% г./г., отток трафика - 2% г./г.). В 1 кв. O'Кей не проводил такую агрессивную ценовую политику, как Магнит и X5, в итоге валовая маржа осталась на высоком уровне - 23,5% (+1,3 п.п. г./г.) на фоне улучшения закупочных условий. Но давление операционных издержек (рост затрат на персонал (+21,9% г./г.), инфляции арендных издержек (часть контрактов привязана к валютному курсу) нивелировало этот эффект. В результате маржа по EBITDA составила 4,8% (+0,1 п.п.). Менеджмент понизил прогноз на 2014 г.: рост LFL продаж ожидается на уровне 5-6% г./г. (прошлый прогноз - 5,5-6,5% г./г.). Ритейлер сможет открыть 8 гипермаркетов и 5 супермаркетов (первоначальный план - 13 гипермаркетов). Компания рассчитывает на рост выручки в 2014 г. на уровне 12-16% г./г. (предыдущий прогноз - 15-19% г./г). Прогноз по марже EBITDA не изменился (~8%). План по капвложениям подтвержден на уровне 20 млрд руб. Информация по долговой нагрузке не была раскрыта. Учитывая рост конкуренции, O'Кей предстоит сложный период, определяющим станет эффективность управления издержками. Выпуск O'Кей-2 котируется с YTP 11,2% @ декабрь 2015 г. (=ОФЗ + 305 б.п.), среди бумаг категории "B+" лучшей альтернативой являются ТКС БО-6 (YTM 13,2% @ июль 2015 г.).

Темы выпуска

- Газпром: свободный денежный поток покроет дивидендные выплаты
- НОВАТЭК временно сокращает долг

Газпром: свободный денежный поток покроет дивидендные выплаты

В 2013 г. EBITDA превысила прогноз менеджмента

Вчера Газпром (BBB-/Baa1/BBB) опубликовал сильные финансовые результаты за 2013 г. по МСФО. Показатель EBITDA превысил прогнозы менеджмента более чем на 6%, а свободный денежный поток достиг 286,5 млрд руб., его более чем достаточно для выплаты дивидендов за 2013 г. (170,5 млрд руб.). В 4 кв. 2013 г. результаты оказались несколько хуже г./г. (EBITDA снизилась на 7% г./г.), но, учитывая рыночную конъюнктуру, они могли быть более слабыми. Долговая нагрузка в отношении Чистый Долг/EBITDA LTM незначительно сократилась на фоне снижения чистого долга (компании удалось сгенерировать свободный денежный поток в 4 кв. 2013 г.). Мы придерживаемся мнения, что Газпрому придется наращивать долг в будущем: компании потребуются значительные средства для финансирования проекта, который обеспечит поставки газа в Китай. Дополнительное давление на операционный денежный поток могут оказать неплатежи со стороны Украины, которая отказывается оплачивать российский газ по текущим ценам. Кроме того, компании, возможно, придется создать резервы по проблемной дебиторской задолженности, что может снизить показатели прибыли.

Ключевые финансовые показатели Газпрома

в млн руб., если не указано иное	4 кв. 2013	4 кв. 2012	изм.	2013	2012	изм.
Выручка	1 477 297	1 413 707	+4%	5 249 965	4 766 495	+10%
Валовая прибыль	404 309	456 299	-11%	1 587 209	1 350 677	+18%
Валовая рентабельность	27,4%	32,3%	-4,9 п.п.	30,2%	28,3%	+1,9 п.п.
EBITDA	513 644	554 081	-7%	2 000 378	1 693 546	+18%
Рентабельность по EBITDA	34,8%	39,2%	-4,4 п.п.	38,1%	35,5%	+2,6 п.п.
Чистая прибыль	280 488	355 437	-21%	1 139 261	1 182 625	-4%
Чистая рентабельность	19,0%	25,1%	-6,2 п.п.	21,7%	24,8%	-3,1 п.п.
Операционный поток	450 095	465 878	-3%	1 747 863	1 472 779	+19%
Капвложения	-394 266	-402 660	-2%	-1 461 343	-1 415 987	+3%
Свободный денежный поток	55 829	63 218	-12%	286 520	56 792	+5x
в млн руб., если не указано иное				31 декабря 2013	30 сентября 2013	изм.
Совокупный долг, в т.ч.				1 801 928	1 728 516	4%
Краткосрочный долг				331 926	374 453	-11%
Долгосрочный долг				1 470 002	1 354 063	9%
Чистый долг				1 088 296	1 136 299	-4%
Чистый долг/EBITDA LTM*				0,54x	0,57x	-

*EBITDA за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Отличные результаты по экспорту газа

В 4 кв. 2013 г. Газпрому не удалось увеличить продажи газа (-2% г./г.) из-за падения объемов реализации на внутреннем рынке (-12% г./г.). При этом, продажи в Европе выросли на 20% г./г. до 47,5 млрд куб. м. Предоставленные скидки для европейских потребителей привели к падению средней цены реализации на 7% кв./кв. до 375,2 долл./тыс. куб. м, что стало основной причиной увеличения закупок российского газа в регионе. В результате в 2013 г. Газпром нарастил продажи газа на рынках дальнего зарубежья на 15% г./г. до 174,3 млрд куб. м. В 2014 г. планируется сохранить экспорт на текущем уровне, но в своих прогнозах компания исходит из более консервативного уровня - 150-155 млрд куб. м.

Реверсные поставки на Украину не повлияют на доходы Газпрома

В 2014 г. под давлением окажутся продажи российского газа в СНГ из-за желания Украины сократить закупки российского газа. Ранее ожидалось, что страна импортирует около 35-40 млрд куб. м, если Газпром сохранит все скидки. Но теперь мы полагаем, что продажи не превысят 25-27 млрд куб. м. при средней цене реализации около 400 долл. за тыс. куб. м. Напомним, с 1 апреля 2014 г. Газпром повысил цену для Украины с 268,5 долл. за тыс. куб. м (действовала в 1 кв. 2014 г.) до 485 долл. за тыс. куб. м. Однако украинская сторона отказывается оплачивать газ по новым ценам, продолжая накапливать задолженность перед Газпромом, которая уже достигла ~2 млрд долл.

Более того, Украина угрожает Газпрому перебоями в транзите газа в Европу в зимний период, т.к. Нафтогаз Украины не намерен заполнять хранилища необходимыми объемами газа для транзита по новым ценам, поскольку это может потребовать дополнительных 5 млрд долл. В данный момент страна ищет альтернативу импорту из России за счет реверсных поставок из Европы. Немецкая RWE уже начала экспорт газа на Украину через Польшу в объеме до 1,5 млрд куб. м в год (около 5% планируемых на 2014 г. поставок из России). Мы считаем, что реверсные поставки не угрожают доходам Газпрома. Их небольшие объемы могут лишь в краткосрочном периоде сократить закупки российского газа, тогда как в долгосрочной перспективе использованные объемы вновь придется возмещать за счет российского газа. Газпром может понести незначительные потери, т.к. цена для Украины сейчас на 100 долл. выше, чем для европейских покупателей. Но, учитывая, что Украина и вовсе отказывается платить, то эта разница в 100 долл. за тыс. куб. м. является, на наш взгляд, незначительной платой за снижение риска неплатежей (т.к. оплату частично возьмут на себя европейские поставщики).

Высокая рентабельность за счет контроля над расходами

В 4 кв. 2013 г. рентабельность по EBITDA ожидаемо упала с 39,2% до 34,8% из-за увеличения операционных расходов на 14% г./г. до 976 млрд руб. (до эффекта изменений в балансе готовой продукции и амортизации). Мы считаем, что это достаточно высокий уровень рентабельности для Газпрома, учитывая текущую рыночную конъюнктуру. Газпром сократил затраты на закупку углеводородов (-12% г./г.), снизил расходы на техническое обслуживание (-15% г./г.), материалы (-21% г./г.), значительно уменьшились социальные (-74% г./г.) и транспортные расходы (-40% г./г.). Однако повышательное давление на операционные издержки оказали: 1) увеличение статьи "налоги, кроме налога на прибыль" на 21% г./г.; 2) рост затрат на персонал на 31% г./г. и 3) увеличение расходов на транзит продукции на 22% г./г. Мы ожидаем, что рост налоговой нагрузки при заморозке тарифов также будет способствовать увеличению операционных затрат в текущем году.

Рост капитальных вложений и дивидендов приведет к росту долга

Капитальные вложения ожидаемо выросли на 17% кв./кв. до 394 млрд руб. Напомним, в декабре 2013 г. совет директоров Газпрома утвердил инвестиционную программу для газового сегмента на 2014 г. в размере 806 млрд руб., что на 14% выше уровня первоначального плана на 2013 г., но все еще покрывается собственными денежными потоками. Тем не менее, мы полагаем, что эта цифра будет значительно выше, тем более, если Газпром подпишет контракт с Китаем: на разработку месторождений и строительство газопроводов для поставок по нему может потребоваться более 60 млрд долл.

При этом менеджмент не исключает, что план общих капитальных вложений Группы Газпром может быть повышен с 35 млрд долл. до 42 млрд долл. Дополнительно к этому компании могут потребоваться средства для выплаты дивидендов, которые могут увеличиться почти в два раза из-за требований со стороны правительства. Мы считаем, что указанные факторы приведут к росту долговой нагрузки компании, но стоит отметить, что Газпром имеет высокий запас прочности, так как его долговая нагрузка существенно ниже среднего показателя по сектору.

Рублевые выпуски Газпрома неликвидны и выглядят дорого, котируясь почти с нулевой премией к ОФЗ. Евробонды Газпрома выглядели хуже рынка, в результате выпуски НЛМК, ФосАгро, Уралкалия (с более слабым кредитным качеством) теперь котируются на кривой Газпрома, что мы считаем несправедливым. Для реализации защитной стратегии, а также удешевления рублевой ликвидности, привлекаемой от ЦБ РФ под залог иностранной валюты, неплохим выбором является короткий бонд GAZPRU 15 (YTM 3,6%), который входит в список РЕПО ЦБ с дисконтом 15%.

НОВАТЭК: временно сокращает долг

Сильные результаты, несмотря на сокращение объемов продаж

Вчера НОВАТЭК (BBB-/Baa3/BBB-) опубликовал финансовые результаты по МСФО за 1 кв. 2014 г., которые мы оцениваем позитивно. Компания продолжает демонстрировать существенный рост финансовых показателей. EBITDA значительно выросла как г./г. (+17%), так и кв./кв. (+9%). Рентабельность по EBITDA достигла 43,2%. Мы полагаем, что в 2014 г. можно ожидать продолжения роста операционных и финансовых показателей благодаря увеличению производства жидких углеводородов на 40-50%. Но мы не исключаем, что компании понадобится дополнительное финансирование, т.к. большая часть свободного денежного потока будет распределена на дивиденды. С начала года долговая нагрузка в отношении Чистый Долг/EBITDA сократилась с 1,3x до 0,98x как за счет погашения задолженности, так и выбытия активов (Сибнефтегаза).

Ключевые финансовые показатели НОВАТЭКа

в млн руб., если не указано иное	**1 кв. 2014**	1 кв. 2013	изм.	**1 кв. 2014**	4 кв. 2013	изм.
Выручка	**88 676**	80 565	+10%	**88 676**	83 915	+6%
Операционная прибыль	**34 215**	29 505	+16%	**34 215**	31 436	+9%
Рентабельность по операционной прибыли	**38,6%**	36,6%	+2,0 п.п.	**38,6%**	37,5%	+1,1 п.п.
EBITDA	**38 271**	32 662	+17%	**38 271**	35 139	+9%
Рентабельность по EBITDA	**43,2%**	40,5%	+2,6 п.п.	**43,2%**	41,9%	+1,3 п.п.
Чистая прибыль	**25 115**	22 826	+10%	**25 115**	52 120	-52%
Чистая рентабельность	**28,3%**	28,3%	-	**28,3%**	62,1%	-33,8 п.п.
Операционный поток	**27 090**	25 532	+6%	**27 090**	21 243	+28%
Капитальные вложения	**-15 021**	-11 895	+26%	**-15 021**	-17 279	-13%
Свободный поток	**12 069**	13 637	-11%	**12 069**	3 964	204%
в млрд руб., если не указано иное				**31 марта 2014**	31 дек. 2013	изм.
Совокупный долг, в т.ч.				**168,4**	165,6	+2%
Краткосрочный долг				**1,6**	24,0	-93%
Долгосрочный долг				**166,8**	141,6	+18%
Чистый долг				**125,1**	157,7	-21%
Чистый долг/EBITDA LTM*				**0,98x**	1,30x	-24%

*EBITDA за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Обмен активами с Роснефтью сократил продажи газа

В 1 кв. 2014 г. добыча газа (с учетом долей в зависимых компаниях) сократилась на 2,8% г./г. до 15,4 млрд куб. м. Напомним, НОВАТЭК обменял свою долю в Сибнефтегазе на долю Роснефти в СеверЭнергии, что и стало причиной снижения добычи, т.к. СеверЭнергия находится на начальном этапе развития. При этом объем добычи жидких углеводородов, наоборот, увеличивается (+15,3% г./г.) за счет наращивания производства Нортгаза и СеверЭнергии. Мы считаем, что рост переработки и реализации жидких углеводородов станет основным драйвером роста для компании в 2014 г. В будущем этот сегмент также имеет высокий потенциал. Напомним, что НОВАТЭК завершил модернизацию Пуровского завода, увеличив его мощность с 5 до 11 млн тонн, а завод в Усть-Луге с этого года сможет перерабатывать до 7,2 млн тонн конденсата. В долгосрочной перспективе можно ожидать значительного роста рентабельности реализации этого завода. Более 80% продукции приходится на нафту, на которую с 2011 г. действует заградительная пошлина (90% от пошлины на нефть), а она, как ожидается, будет сокращена в 2016-2017 гг. после стабилизации внутреннего рынка бензинов.

Рентабельность по EBITDA выросла на фоне сокращения транспортных расходов

Несмотря на увеличение налоговой нагрузки на газовую отрасль, рентабельность НОВАТЭКа по EBITDA увеличилась в 1 кв. 2014 г., как относительно 1 кв. 2013 г. так и 4 кв. 2013 г. Основным фактором улучшения стало сокращение транспортных расходов на 5,4% кв./кв., что, вероятно, связано с более коротким транспортным плечом до порта Усть-Луга по сравнению с маршрутом до порта Витино, куда ранее поставлялся стабильный газовый конденсат с Пуровского завода.

Капитальные вложения останутся на высоком уровне

Капитальные вложения в 1 кв. 2014 г. выросли на 26% г./г. до 15 млрд руб. (напомним, что НОВАТЭК планировал сохранить их в этом году на уровне 2013 г.). За счет увеличения операционного денежного потока (+6% г./г.) свободный денежный поток сократился лишь на 11% г./г. до 12 млрд руб. Мы полагаем, что в 2014 г. компания способна обеспечить финансирование капитальных вложений за счет собственных средств. Но свободный денежный поток, скорее всего, будет распределен на дивиденды. Поэтому мы считаем, что компании потребуются заемные средства для рефинансирования и покрытия кассовых разрывов.

С начала апреля евробонды НОВАТЭКа выросли в доходности на 180 б.п., сейчас выпуск NVTKRM 16 имеет YTM 5,16%, с премией к кривой Газпрома более 100 б.п. Мы рекомендуем покупать спред NVTKRM 16 - GAZPRU 16 (@ 4,95%). Также расширенным выглядит спред NVTKRM 22 - GAZPRU 22 (@ 4,95%).

Список последних обзоров по экономике и финансовым рынкам

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

Экономические индикаторы

Рост ВВП РФ в 2013 г. — 1,3%

МЭР прогнозирует рост ВВП в 1 кв. 2014 г. только на 1%

Инфляция

Инфляция в январе: на шаг ближе к 6%

Инфляция: так ли страшен валютный шок?

Валютный рынок

«Мифы» о рубле

Минфин не выйдет на открытый валютный рынок с покупками, пока ЦБ проводит интервенции

В новый год без целевых интервенций

Рубль и валюты других стран GEM: есть разница

Монетарная политика ЦБ

Заседание ЦБ по ставкам завтра: без перемен

Рынок облигаций

Нерезиденты или резиденты чаще «угадывают» рынок ОФЗ?

Euroclear начнет расчеты с локальными негосударственными облигациями, но не со всеми

Рынок облигаций так и не увидит пенсионные накопления за этот год

Платежный баланс

А. Клепач: отток капитала будет больше влиять на курс рубля, чем цены на нефть

Ухудшение платежного баланса усиливает риски ослабления рубля

Ликвидность

Курс рубля и ставки денежного рынка: сильна ли связь?

В феврале продолжится тенденция к ухудшению условий на денежном рынке

Бюджет

Дефицит федерального бюджета в 2013 г. — 310,5 млрд руб., или 0,5% ВВП

Конвертация трансферта в Резервный фонд на открытом рынке: быть или не быть

Долговая политика

План по заимствованиям: объем в обмен на премию

Банковский сектор

В декабре банки РФ сократили корпоративное кредитование

ЦБ приведет нормативы ликвидности к стандартам Базель 3

Минфин предлагает повысить отчисления в ССВ

Еще 3 банка ушли с рынка

Уточнение к Базель 3: не всякая санация приводит к loss-absorption

Список покрываемых эмитентов

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

Нефтегазовая отрасль

Alliance Oil
Башнефть
БКЕ
Газпром
Газпром нефть
Лукойл
Новатэк
Роснефть
Татнефть
Транснефть

Металлургия и горнодобывающая отрасль

АЛРОСА
Евраз
Кокс
Металлоинвест
ММК
Мечел
НЛМК
Норильский Никель
Распадская
Русал
Северсталь
ТМК
Nordgold
Polyus Gold
Uranium One

Транспорт

НМТП
Совкомфлот
Трансконтейнер
Brunswick Rail
Globaltrans (НПК)

Телекоммуникации и медиа

ВымпелКом
Мегафон
МТС
Ростелеком

Торговля, АПК, производство потребительских товаров

X5
Магнит
О'Кей
Лента

Химическая промышленность

Акрон
ЕвроХим
СИБУР
Уралкалий
ФосАгро

Машиностроение

Гидромашсервис

Электроэнергетика

РусГидро
ФСК

Строительство и девелопмент

ЛенСпецСМУ
ЛСР

Прочие

АФК Система

Финансовые институты

АИЖК
Альфа-Банк
Азиатско-Тихоокеанский Банк
Банк Русский Стандарт
Банк Санкт-Петербург
Банк Центр-инвест
ВТБ
ЕАБР
Газпромбанк
КБ Восточный Экспресс
КБ Ренессанс Капитал
ЛОКО-Банк
МКБ
НОМОС Банк
ОТП Банк
Промсвязьбанк
РСХБ
Сбербанк
ТКС Банк
ХКФ Банк

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

Антон Кеняйкин	sales@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9978
Александр Христофоров		(+7 495) 775 5231

Торговые операции

Вадим Кононов	(+7 495) 225 9146
Илья Жила	(+7 495) 221 9843

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 Райффайзенбанком как надежные. Райффайзенбанк не имеет возможности провести должную проверку всей такой информации и не несет ответственности за точность, полноту и достоверность 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. С более подробной информацией об ограничении ответственности Вы можете ознакомиться здесь.